

# 全球市场展望



## 盈利仍是关键

盈利是我们对股票青睐有加的关键支柱。股票年初至今涨势主要受盈利增长推动，过往数据显示估值尚有从当前水平上升的空间。受季节性因素影响，四季度和一季度出现回落的可能性相对较低，但依然存在。

鉴于债券估值上涨，多元资产收益策略或有助于追求收益率时取得平衡。全球高收益债券估值达到 2008 年以来高点，或对发行收益率回报构成限制。我们仍看好新兴市场美元政府债券，收益型投资者应倾向于多元资产收益策略。

我们坚持看好多元资产均衡策略。虽然多元资产收益型策略料将表现良好，但对增长型资产投资比重较大的均衡策略或表现更为优异。

# 目录

1	←	<b>提要</b>				
		p1				
		盈利仍是关键				
<hr/>						
2	←	<b>策略</b>				
		p3				
		投资策略				
<hr/>						
3	←	<b>观点</b>				
		p7			p10	
		对于客户重点问题的观点			宏观概况	
<hr/>						
4	←	<b>资产类别</b>				
		p13	p20	p23		p27
		债券	股票衍生工具	另类策略		多元资产
		p16	p21	p24		
		股票	商品	外汇		
<hr/>						
5	←	<b>资产配置</b>				
		p30			p31	
		全球资产配置概要			亚洲资产配置概要	
<hr/>						
6	←	<b>表现回顾</b>				
		p32			p34	
		市场表现概要			财富管理顾问部刊物	
		p33			p36	
		事件日历			披露附录	

# 投资策略

## 对投资者的启示

**01** 全球股票仍是我们看好的资产类别

**02** 相对看好欧元区 and 亚洲（日本除外）股票以及新兴市场美元政府债券

**03** 均衡策略风险回报具吸引力，但多元资产收益策略仍得到良好支撑

## 盈利仍是关键

- 盈利是我们对股票青睐有加的关键支柱。股票年初至今涨势主要受盈利增长推动，过往数据显示估值尚有从当前水平上升的空间。受季节性因素影响，四季度和一季度出现回落的可能性相对较低，但依然存在。
- 鉴于债券估值上涨，多元资产收益策略或有助于追求收益率时取得平衡。全球高收益债券估值达到 2008 年以来高点，或对发行收益率回报构成限制。我们仍看好新兴市场美元政府债券，收益型投资者应倾向于多元资产收益策略。
- 我们坚持看好多元资产均衡策略。虽然多元资产收益型策略料将表现良好，但对增长型资产投资比重较大的均衡策略或表现更为优异。

10 月份，许多主要股票市场相继创下新高，而高收益公司债的估值也达到了 2008 年以来的高点。但是，受外汇市场波动性走低影响，外汇价格区间仍相对较小。

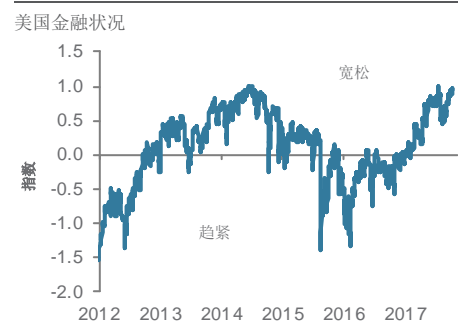
从宏观角度来讲，我们有充足的理由对形势充满乐观。美国增长数据保持强劲势头，其经济意外改善。尽管存在有关通胀的争议，但较低的债券收益率、美元年初至今疲弱表明当前经济状况为美联储提供了收紧政策的空间（参见图 2）。但是，随着中国十九大召开之际稳增长的工作或逐渐放缓，中国经济数据开始越发显得差强人意，需继续关注该趋势。

当前强有力的增长速度、有限的通胀水平与我们的观点一致，即我们仍处于有利于股市和公司债的“理想发展势头”环境。渣打全球投资委员会认为，相关风险基本势均力敌，继续走向再通胀环境和回到更为保守的“摸索前行”的环境的概率均等。

图 1：美国逐渐改善，而中国则逐渐疲弱



图 2：美联储尚有加息空间



## 盈利仍对股票构成支撑

我们看好全球股票的观点最大的顾虑之一仍是估值。许多股票指数相继创下新高，且估值相对高企，因此在当前水平是否应该入市需要三思。

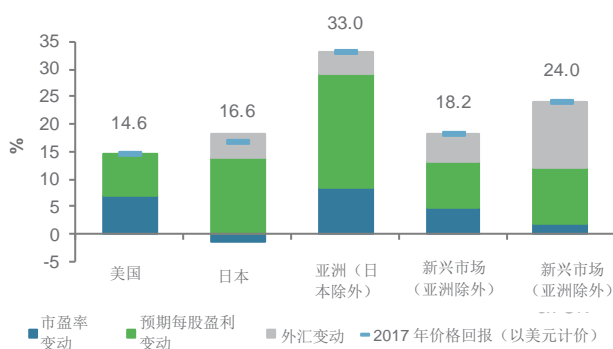
从基本因素来看，单从某个指数水平的本身很难判断涨势是否有延伸的空间。相反，我们认为应当先想清楚两个问题。首先，年初至今股市收益是否仅靠估值增长所推动，还是盈利改善也助长了股市盛宴？其二，以往股市达到当前估值水平后，后续发展态势如何？

有关第一个问题的解答，请参见下图。估值攀升毫无疑问有助于提升年初至今的股市回报。但是，绝大多数市场的主要回报主要得益于盈利和盈利预期的提高。因此盈利的基本因素表明市场目前为止的收益并非空穴来风。

关于第二个问题，我们回顾了以往表现，以预测在当前估值水平下的 1 年回报率。从这个角度来看，当前估值水平尚未达到对回报产生约束的水平。有关详情请参见第 7 页。

图 3: 除估值攀升外，盈利预期改善也是股市收益的一大推动因素

2017 年年初至今明晟股指回报分解



资料来源：明晟、FactSet、渣打

虽然短期回落仍为风险（虽然我们认为出现回落的概率较低），但鉴于上述两大因素，我们仍然强力看好股票，并继续秉持多元资产均衡策略可能大幅跑赢多元资产收益型策略的观点，主要原因在于前者对增长型股票的配置更高。

## 寻觅债券价值越发艰难

10 月份，全球高收益公司债估值自 2014 年以来首次达到 2008 年后的高点，而该资产类别的收益率跌至 5% 左右。仅从收益率来看，并不能说明回报也会自然而然受到限制，即 2008 年以前估值水平更高，再加上对目前低违约率的分析，表明估值与过往相比尚未达到高企水平。但是，这也说明除债券发行收益率之外，获取债券其他价值会愈发困难。

我们继续看好债券中两大子资产类别。首先，我们仍然看好新兴市场美元政府债券的相对价值。估值年内有所攀升，但距 2008 年后的高点尚有一段距离。

其二，我们继续看好优先浮息贷款，因为总回报上升的概率较高。如果当前低迷的通胀环境继续蔓延的话，回报将会受到限制，但很可能仍然为正回报。但是，如果通胀反弹的话，回报的幅度将会有所加大。因此，我们认为保持投资仍不失为良策。

此外，以美元计价的亚洲公司债仍为具吸引力的核心持仓；我们一贯秉持的美元短期反弹的风险，会为新兴市场资产类别带来短期风险。但鉴于亚洲债券的区内强大买家基数，流入新兴市场资产的全球资本如暂时回落，对该区域的美债影响也可能较小。

更广泛来讲，我们依然认为多元资产收益策略对于收益型投资者更具吸引力，在公司债市场估值不断攀升的环境下，是配置收益型资产的最佳方式。

图 4: 我们的战术性资产配置观点 (12 个月) 美元

资产类别	子资产类别	相对展望	投资理由
 多元资产策略	多元资产收益	●	政策利率和绝对收益率低企仍为支持因素
	多元资产宏观	●	在持续增长之际, 减少对具有保险功能的资产的需要
 股票	欧元区	●	此前欧元强势对盈利构成压力; 估值合理
	亚洲 (日本除外)	●	盈利涨势构成利好; 估值合理; 贸易局势紧张构成长期风险
	新兴市场 (亚洲除外)	●	商品为盈利关键因素; 估值高企; 政治局势构成风险
	日本	●	日圆走势为盈利关键因素; 估值吸引
	美国	●	盈利增长率停顿; 估值高企为关键风险
	英国	●	英国脱欧谈判笼罩盈利前景; 估值高企; 英镑反弹构成风险
 债券	新兴市场政府 (美元)	●	收益率吸引; 估值合理; 对利率敏感性较高及美元反弹构成风险
	新兴市场政府 (本币)	●	收益率吸引; 美元近期将反弹将构成阻力
	亚洲美元债券	●	收益率适中; 估值合理; 供需有利
	发达市场高收益公司	●	收益率吸引; 违约率持续走低; 估值偏高
	发达市场投资级公司	●	收益率适中; 估值充分; 防守型
	发达市场政府	●	收益率低; 估值充分; 美联储政策、通胀上行及收益率反弹构成风险
 货币	欧元	●	经济发展势头和欧洲央行或削减购债规模构成利好, 但市场或已对此有所反映
	美元	●	长期风险下行, 但短期内或升值
	英镑	●	政治与政策不明朗性笼罩英镑前景
	新兴市场货币	●	短期美元强势构成不利, 新兴市场长期基本因素积极向好
	澳元	●	澳洲储备银行可能保持当前政策, 铁矿石价格下跌或限制澳元涨势
	日圆	●	美元兑日圆汇率挂钩的美国 10 年期国债收益率料将上升

资料来源: 渣打全球投资委员会

图例: ● 增持 ● 中性 ● 减持

图 5: 自《2017 年展望》发布以来#转向? 关键主题的表现

关键主题 (12 个月)	开立日期	绝对	相对
均衡配置表现将优于多元资产收益配置 <sup>[6]</sup>	2016 年 12 月 15 日	-	✓
多元资产收益配置将提供绝对正回报 <sup>[5]</sup>	2016 年 12 月 15 日	✓	-
另类策略配置将提供绝对正回报 <sup>[3]</sup>	2016 年 12 月 15 日	✓	-
主要资产配置观点 (12 个月)	开立日期	绝对	相对
公司债券表现优于政府债券 <sup>[1]</sup>	2016 年 12 月 15 日	-	✓
新兴市场美元政府债券表现将优于其他债券	2017 年 5 月 26 日	-	✓
新兴市场本币政府债券表现将优于其他债券	2017 年 2 月 24 日	-	✓
欧洲 (英国除外) 股票表现将优于全球股票	2017 年 3 月 30 日	-	✓
亚洲 (日本除外) 股票表现将优于全球股票	2017 年 2 月 24 日	-	✓
韩国股票表现将优于亚洲 (日本除外) 股票	2017 年 6 月 23 日	-	✗
绝对回报投资观点 (少于 12 个月)	开立日期	绝对	相对
看涨美元/日圆	2017 年 6 月 30 日	✓	-
看涨欧元区银行业股票	2017 年 4 月 28 日	✓	-
看涨美国房贷优先贷款	2016 年 12 月 15 日	✓	-
已结束的投资观点 (少于 12 个月)	开立日期	绝对	相对
新兴市场本币政府债券跑赢整体债券市场 (截至 2017 年 9 月 21 日)	2017 年 6 月 23 日	-	✓
巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印尼盾及印度卢比货币组合 <sup>[4]</sup> 跑赢新兴市场外汇指数 (截至 2017 年 8 月 24 日)	2016 年 12 月 15 日	-	✗
看涨欧元/美元 (截至 2017 年 8 月 24 日)	2017 年 4 月 28 日	✓	-
看涨布伦特原油价格 (截至 2017 年 8 月 24 日)	2016 年 12 月 15 日	✗	-
看涨韩国股票 (截至 2017 年 8 月 10 日)	2017 年 5 月 5 日	✓	NA
看跌澳元/美元 (截至 2017 年 7 月 21 日)	2017 年 6 月 30 日	✗	NA
美国科技股将提供正回报, 表现优于美国股票 (截至 2017 年 6 月 23 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✓
“新中国”股票将提供正回报 (截至 2017 年 6 月 9 日) <sup>[2]</sup>	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
看涨美元/人民币 (截至 2017 年 6 月 2 日)	2016 年 12 月 15 日	✗	NA
发达市场高收益债券表现将优于其他债券 (截至 2017 年 5 月 25 日)	2016 年 12 月 15 日	NA	✓
印度股票将提供正回报, 表现跑赢亚洲 (日本除外) 股票 (截至 2017 年 5 月 25 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
日本股票 (经外汇对冲) 将提供正回报, 表现优于全球股票 (截至 2017 年 4 月 27 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
美国小盘股将提供正回报, 表现优于美国股票 (截至 2017 年 4 月 27 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
印尼股票将提供正回报, 表现优于亚洲 (日本除外) 股票 (截至 2017 年 4 月 27 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
美国股票将提供正回报, 表现优于全球股票 (截至 2017 年 3 月 30 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
看跌欧元/美元 (截至 2017 年 2 月 17 日)	2016 年 12 月 15 日	✗	NA
看好澳元/美元 (截至 2017 年 2 月 17 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	NA

资料来源: 彭博、渣打

该观点自 2016 年 12 月 15 日 (《2017 年展望》发布之日) 至 2017 年 10 月 26 日或该策略观点结束时的表现

<sup>[1]</sup> 由 Citi WorldBIG Corp Index Currency Hedged USD 的 44% 和 Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index 的 56% 构成的定制组合

<sup>[2]</sup> “新中国”指数是由明晟中国行业组的定制市值加权指数, 包括制药、生物技术和生命科学、医疗设备和软件和服务、零售、电信服务和消费者服务

<sup>[3]</sup> 另类策略配置在《2017 年展望: #转向》第 36 页图 13 中予以描述

<sup>[4]</sup> 由巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印尼盾和印度卢比构成的权重相同的定制指数

过往业绩并不代表未来业绩。我们不基于任何过往数据对某宗交易实际实现的任何结果或回报做出任何保证、陈述或预测。

<sup>[5]</sup> 收益配置在 2017 年 6 月 30 日发布的下半年展望《去……还是留》中第 30 页中予以描述

<sup>[6]</sup> 均衡配置由 2017 年 3 月 31 日发布的全球市场展望《崭新的转向机遇》中第 28 页予以描述

✓-正确买入判断; ✗-错误买入判断; NA-不适用

# 对于客户重点问题的观点



## 股票在当前估值水平还会产生正回报吗？

关于股市是否能够再创佳绩，成为大家普遍的顾虑，尤其是考虑到年初至今的强劲回报恰逢是美国最长的牛市之一。

回答该问题需回顾美国股市 20 年以来的数据，评估在与当前估值水平相似的情况下取得正回报的可能性（通过 12 个预期市盈率衡量）。图 6 是评估结果的总结。

通过分析得出两大重要结论。首先，根据分析结果，在与当前估值类似的水平上（18 倍）可能出现的回报仍然比较合理，一年内出现正回报的概率为 70%，平均回报率为 6.6%。其二，随着市盈率走高，下一年度的平均回报（毫无意外）将会减少，而实现正回报的可能性会降低。当市盈率超过 22 倍时，平均预期回报变负，不过当前市场估值距离 22 倍尚有一些空间。

图 6：下一年度出现正回报的概率仍比较合理

1995 年至 2017 年明晟 美国总回报指数各种预期市盈率水平下表现统计

12 个月预期 市盈率	9-11	11-13	13-15	15-17	17-18	18-20	20-22	22-24	24-26	26-27
1 年平均回报	23%	17%	12%	9%	11%	7%	1%	-4%	-12%	-19%
波动性	13%	15%	20%	14%	11%	20%	21%	15%	9%	6%
1 年回报为正的 概率	97%	90%	84%	85%	82%	69%	55%	48%	9%	0%

资料来源：明晟、彭博、渣打

总之，以往表现的分析结果有助于增强信心，即就当前的股市估值而言，尚不足以对明年取得正回报构成阻碍。话虽如此，我们仍要注意如果在市场有力表现的推动下，估值持续攀升并在某一节点可能会超过仅能勉强实现正回报的水平。但是，数据显示我们距这一水平尚有一段距离。



## Q 脱欧谈判停滞不前是欧元区股票的重要风险吗？

脱欧谈判进展缓慢出乎市场意料之外。虽然英国和欧洲对各项限制与偏好泾渭分明已是众所周知，但双方仍未取得重大进展，导致对出现“无协议”情境的顾虑增加。但是，正如脱欧事件本身，大部分风险会倒向英国资产。我们不太担心欧元区受到的潜在影响，因为支撑我们以上观点的主要原因与脱欧谈判的关系相对较小。

我们仍然看好欧元区股票前景，原因如下：

1. 经济增长改善、盈利强劲和盈利性增加是支持我们观点的主要因素。鉴于对英出口与所有欧元区公司对外出口相比，仅为九牛一毛，因此影响不会太大。
2. 欧元区领导人以往为确保欧洲统一团结，会在最后一刻敲定交易。因此，尽管目前进展缓慢，但为达成交易最后一搏的可能性依然存在。

3. 如出现“无协议”的情景，欧元区和英国很可能会诉诸世界贸易组织的规则来进行裁决。虽然此举可能造成两败俱伤，但对于欧元区资产的影响仍然有限，尤其是如果促进欧元区增长的基本因素仍然按部就班的发展的话。

## Q 黄金长期前景是否增强？

金价年初至今涨幅将近 10%。但是，我们认为黄金长期前景并未发生重大变化。我们仍对金价前景持比较均衡的态度，预计未来 12 个月会继续呈现窄幅上落的趋势。

黄金是一种无利息收入的投资，其投资价值主要在于可作为保障或避险的资产及对通胀进行对冲。如图 7 所示，过去几年金价与实际收益率（扣除通胀）的关系较大，实际收益率越高，持有黄金的机会性成本（为此可能放弃的收益）越大。

美联储已经开始加息，其他主要央行正在酝酿缩减货币刺激政策。这种情况有可能造成绝对债券收益率加大，但是如果通胀率与实际收益率双双走高，是否会降低诸如黄金等无利息收入的资产的吸引力不得而知。因此，当前货币政策收紧，并不一定能改变金价走高的可能性，因为通胀率小幅上升有可能造成实际收益率窄幅上落。而金价如果要出现大幅变动，则实际利率需要大幅变化，而大幅的实际收益率变动则需要通胀冲击或者收益率意外跳升来助推。

尽管如此，黄金同时可作为避险资产，当地缘政治紧张局势升级时，会产生正回报。自 2017 年年初，我们的主要观点之一为当前社会正步入多国主导的世界格局，地缘政治紧张局势升级事件会频频出现。适当配置黄金，在地缘政治事件引发的趋险市场环境下可起到一定缓冲作用。

图 7：实际收益率或继续上升对金价构成阻力



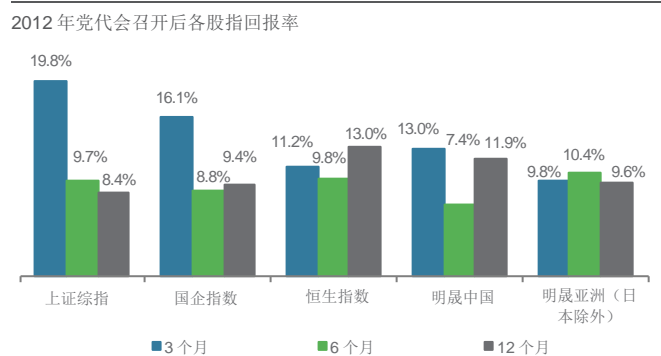
## 中共十九大有何重要影响？

虽然传统来讲共产党代表大会一般不会宣布重大政策，但此次会议却强调了以下宏观主题：（1）经济决策更加集中；（2）转为关注增长质量；（3）加强银行监管，强化风险管理系统，防止出现市场泡沫；（4）深化国有企业和供给侧改革，重点削减产能过剩；（5）加快创新；（6）鼓励环保和新另类能源；（7）加快农村现代化进程；（8）实施统一协调的区域发展战略；（9）继续开展“一带一路”计划。

从股票市场角度来看，这些改革对以创新为导向和以服务与消费为导向（增长率和盈利可见性更高）的“新经济”行业影响积极，如科技、医疗保健、运输、旅游、娱乐和新能源等相关行业。但是，房地产和能源等行业或面临更多的监管压力。

话虽如此，以往在党代会召开之前股市一般表现不一。如下表所示，2012 年党代会召开之际，股市反映颇为积极，但当时亚洲股市环境整体强劲，因此很难将党代会和整体环境对股市的影响区别开来。

图 8：2012 年党代会召开后股市大涨



# 宏观概况

## 对投资者的启示

01

美联储未来 12 个月或加息两次

02

欧洲央行未来 12 个月或收紧财政刺激政策；日本央行或维持现状

03

中国或进一步收紧货币政策，采用财政/信贷刺激政策支持经济发展

## 全球增长率持续上调

- 核心情境：**全球增长预期持续改善，美国和欧元区引领涨势，全球股市 2018 年或继续步调统一发展。主要市场的通胀率仍然低迷。
- 政策前景：**除日本央行外，所有主要中央银行或酝酿逐渐收紧政策（美国、英国、加拿大）或者缩减宽松政策（欧元区）。美国、中国和（可能）日本或将任命新任央行领导人。
- 主要风险：**a) 地缘政治仍为主要风险，朝鲜、西班牙和伊拉克或成为动荡地区；b) 通胀意外（特别是美国）；c) 中国政策放缓造成通缩下行或者美国与欧元区增长率放缓。

### 核心情境

美国和欧元区上月再次上调了增长率预期，根据市场一致预期显示，2018 年全球增长率或连续第二年加速，预计为 3.6%（2017 年 3.5%，2016 年 3.2%）。大多数主要经济体通胀预期持续低迷。在此背景下，渣打全球投资委员会未来 12 个月内继续对“再通胀”和“摸索前行”情境共同给予 75% 的概率，其中出现“再通胀”情境的概率偏高。通胀和通缩风险势均力敌，我们认为美国仍将为通胀意外上行的主力军。美联储年内可能再加息一次，先发制人应对通胀。美国、中国以及日本也有可能委任新任央行领导，政策的连贯性或得到保障。

图 9：虽然通胀水平仍然低企，全球增长前景仍然大致向好

地区	增长	通胀	基准利率	财政赤字	评论
美国	●	●	●	●	飓风短期内造成不利影响，增长前景长期向好。税务改革仍为关注重点。美联储按照计划逐渐收紧政策
欧元区	●	●	●	●	通胀水平仍然处于低位，但增长预期继续上调，欧洲央行或于 2018 年开启政策收紧措施
英国	●	●	●	●	通胀水平上升，薪资增幅放缓，需求受到打压。英国脱欧仍为主要风险。英国央行表示如通胀率接近 3% 或加息
日本	●	●	●	●	安倍大选取得压倒性胜利，有利于刺激政策出台和经济增长。通缩压力仍挥之不去，日本央行或维持宽松货币政策
亚洲（日本除外）	●	●	●	●	习近平主席稳坐党的一把手，确保政策连贯性。印度增长或已触底。韩国加息预期增加。
新兴市场（亚洲除外）	●	●	●	●	巴西通胀水平上升，降息步伐或有所放缓。俄罗斯或进一步降息

资料来源：渣打全球投资委员会

图例： ● 利好风险资产      ● 中性      ● 利空风险资产

## 美国 – 税改取得进展

**减税或有助于延长商业周期。** 共和党在同意税改方面取得进展，2018 年公司与家人有望减轻税赋。减税措施如果得以实施，有助于商界加快投资，或进一步延长本已够长的商业周期。根据多方预测，共和党有关削减公司和个人税赋的计划一旦通过，未来 10 年减少税收将达到两万亿美元，相当于国内生产总值的 1%。同时，飓风灾后重建工作或在未来 6-9 个月内促进经济增长。

**新任美联储主席成为万众瞩目焦点。** 虽然新任美联储主席在调整政策制定时要达成一致共识的方法范围有限，但其政策论调向鹰派立场的转变对市场会构成风险。然后当前通胀的前景仍然低迷，对更为鹰派的政策制定人士造成限制。

## 欧元区 – 增长率持续上调

**信贷状况宽松有利于增长。** 欧元区增长预期继续上调，原因在于借款成本创下新低，带动了消费与投资发展，有助于抵消欧元今年升值带来的影响。欧元区经济增长范围得以继续扩大，虽然加泰罗尼亚（Catalan）危机和意大利明年大选仍为潜在风险。

**欧洲央行计划推迟削减购债规模。** 数名欧洲央行政策制定人士，包括欧盟主席德拉吉（Mario Draghi），声称当前高失业率是通胀仍然低迷的主要原因。这也是欧洲央行为何对 2018 年削减购债规模采取谨慎立场，并决定在“净资产购买计划结束后延长”到期债券再投资的时间。

## 英国 – 英国央行将应对高通胀

**脱欧谈判仍然笼罩英国前景。** 不断上升的通胀率和消费放缓对英国经济造成前后夹击，因脱欧谈判的不确定性打压了商业和消费者的情绪。

**英国央行 11 月份有可能加息。** 市场认为英国央行 11 月 2 日加息的概率为 80%。但是，英国央行未来举措仍取决于脱欧谈判结果以及对吃紧的就业市场可能产生的影响。

图 10：美国商业信心指数达数十年以来最高水平；税赋降低或进一步提振商业信心

美国 ISM 制造业和非制造业采购经理人指数



资料来源：彭博、渣打

图 11：利率水平创下新低，消费与投资越发成为欧元区增长率的主要动力

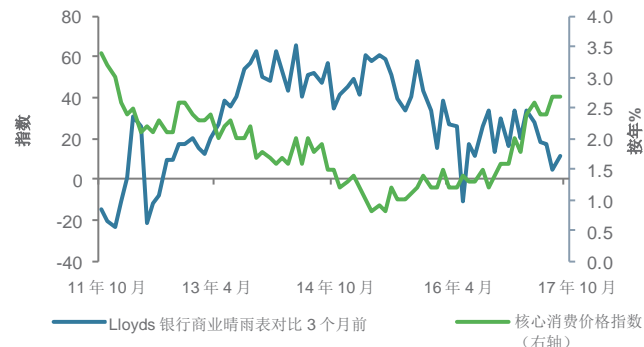
欧元区家庭贷款增长率和德国消费者信心指数



资料来源：彭博、渣打

图 12：英国商业信心最近数月下降，虽然英国央行迫于通胀上升压力或提高利率

英国 Lloyds 银行商业晴雨表：核心通胀率



资料来源：彭博、渣打

## 日本 – 安倍胜利当选有利于经济增长

**安倍经济学 2.0。**日本首相安倍强势当选，其财政开支、宽松的货币政策和结构性改革的计划得以继续实施的可能性加大。过去一年经济反弹主要靠出口推动，日圆如进一步贬值会进一步提振日本经济。

**日本央行维持宽松政策。**安倍成功当选，现任日本央行行长黑田东彦（Kuroda）明年四月份任期结束后连任的可能性加大，但也有可能持鸽派立场的新行长会走马上任。鉴于目前的低通胀水平，我们预计日本央行近期内不会停止实施宽松政策。

## 中国 – 再平衡情况继续

**习主席稳居党的一把手确保政策得以继续实施。**最近举行的共产党代表大会确立了习近平主席的领导地位，其推行的向国内消费转移的经济再平衡、脱离依靠信贷带动投资的政策或继续实施。虽然市场一致预期认为中国经济增长率在今年二季度创下 6.9% 的高点后，未来数季度或逐渐放缓，但我们认为不会出现急剧放缓的情况。

**中国央行继续有针对性的实施宽松政策。**中国央行计划从 2018 年初开始放宽对小企业的银行贷款，并将会对其他优先发展行业实施有针对性的宽松政策。虽然商业信心仍比较稳定，但小企业近期出现了明显放缓的迹象。

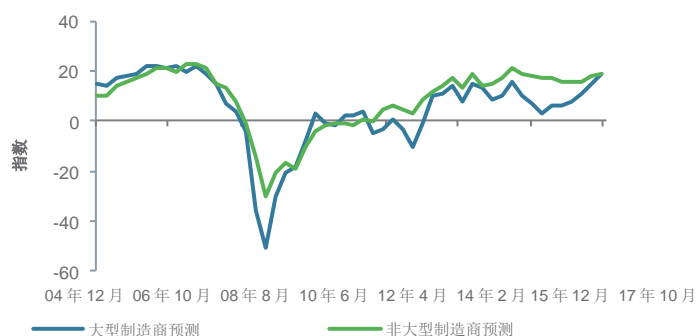
## 新兴市场 – 全球贸易提振

**印度增长率企稳；韩国加息预期。**印度数据显示，该国经济在经历废钞和推出商品及服务税的双重打击后，增长率或已企稳。政府决定对银行进行资本重组，以及修建高速公路的计划，有利于长期经济发展。亚洲其他地区，韩国出口强劲，提振其增长前景，市场也正在反映韩国加息的预期。

**巴西降息步伐受通胀上升影响或有所放缓：**今年巴西年通胀率首次加快，说明在当前周期中通胀率或已触底。虽然经通胀调整后的利率仍然较高，价格压力再度回归，或放缓降息步伐。

图 13：日本大选之前商业信心不断上升，借款成本创下新低以及日圆疲弱也发挥了积极作用

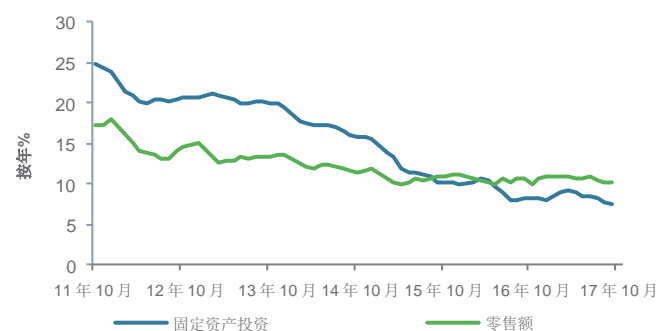
短观大型制造业和非制造业商业状况预测



资料来源：彭博、渣打

图 14：银行信贷受限令固定资产投资增长率放缓，但中国零售业销售额仍然强劲

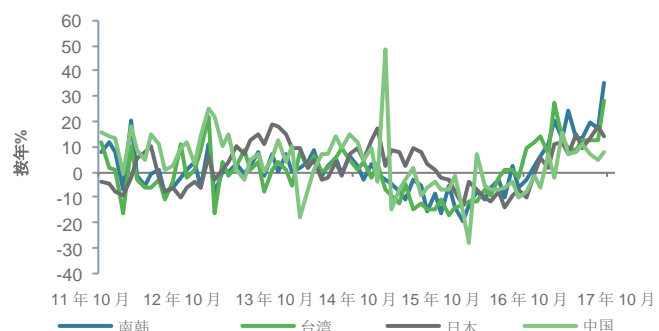
中国固定资产投资（年初至今）和零售销售额增长率



资料来源：彭博、渣打

图 15：全球贸易持续改善，提振亚洲主要出口国的出口贸易

韩国、台湾、日本和中国的出口增长指数



资料来源：彭博、渣打



# 债券



## 对投资者的启示

01

我们看好新兴市场债券多于发达市场债券

02

新兴市场美元政府债券是我们最看好的债券领域

03

在发达市场，看好公司债券多于政府债券

图 16: 当前市场行情

债券	收益率	1个月回报
发达市场投资级政府	*1.20%	-0.7%
新兴市场美元政府	5.28%	0.0%
发达市场投资级公司	*2.41%	-0.2%
发达市场高收益公司	5.06%	0.3%
亚洲美元	3.80%	0.4%
新兴市场本币政府	6.28%	-1.8%

资料来源: 彭博、摩根大通、巴克莱、花旗、渣打

\*截至2017年9月30日

## 寻觅价值

- 我们依然认为，在均衡型投资配置中，债券是核心持仓。我们仍将侧重于精选新兴市场债券，因其相对于发达市场而言，基本因素稳定，收益率吸引。
- 考虑到新兴市场美元政府债券提供的相对价值，我们仍将其视为最看好的子资产类别，但我们亦将亚洲美元债券视为具有相对防御性的“核心持仓”，原因是其区域需求强劲。尽管新兴市场本币债券的发行收益率吸引，但美元反弹可能在短期内对该类债券的回报造成不利影响。
- 在发达市场中，我们维持看好公司债券多于政府债券，并继续将优先浮息贷款视为绝对回报的来源。我们认为，估值风险正在增强。

图 17: 债券子资产类别——按看好程度排列

债券资产类别	观点	利率政策	宏观因素	估值	外汇	评论
新兴市场美元政府	▲	●	●	●	不适用	收益率吸引，相对价值，新兴市场情绪积极
新兴市场本币	◆	●	●	●	●	收益率吸引，新兴市场前景向好。短期内美元存在风险
亚洲美元	◆	●	●	●	不适用	防御性配置。受中国风险情绪影响
发达市场高收益公司	◆	●	●	●	●	发行收益率吸引，但积极作用为偏高的估值所抵消
发达市场投资级公司	◆	●	●	●	●	或跑赢发达市场投资级政府债。收益率溢价相对较低
发达市场投资级政府	▼	●	●	不适用	●	回报面临美联储与欧央行货币政策回归正常的挑战

资料来源: 渣打全球投资委员会

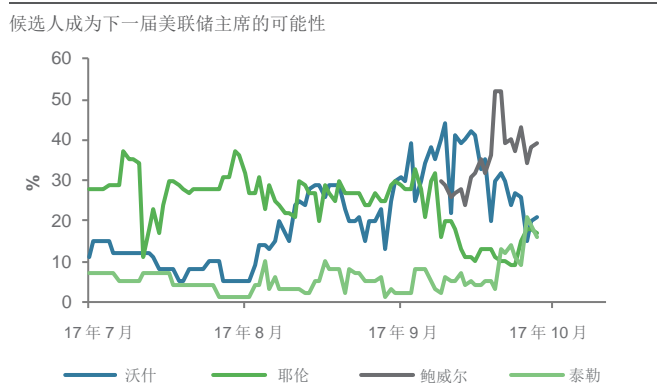
图例: ● 利好 ● 中性 ● 利空 ▲ 看好 ▼ 较为看跌 ◆ 核心持仓

### 发达市场投资级政府债券 – 较为看跌

上月，受政治热点消息及喜忧参半的数据（特别是疲弱的就业数据）影响，10年期美国国债收益率小幅上扬。我们认为，美国参议院通过预算案，意味着不久后推行税改的可能性进一步增强。税改的细节，以及本届美国政府能否按照目前的模式实施税改，尚待分晓。然而，对债券投资者而言，若税改导致政府借款增加，并进而推高国债收益率，则可能产生负面影响。



图 18: 过去数月，下届美联储主席的热门人选频频易主



另外，市场日益加大对美联储主席提名人的关注力度，设法获取有关未来利率政策的指引。然而，我们不会过度强调个人倾向可能带来的影响；历史经验告诉我们，新任美联储主席上台，并不一定会导致利率政策出现重大转变，因为美联储的货币政策是基于委员会做出的。

市场长期通胀预期难以上行。鉴于通胀与长期收益率之间的密切关系，我们预期未来 12 个月，10 年期国债收益率将维持在 2.25-2.75% 之间，与我们维持美元计值债券配置年期均衡（约 5-7 年）的偏好一致。

欧央行对未来购债的指引及其对长期维持超低利率的承诺，比预想的更加温和，这也可能是德国收益率下跌背后的原因。尽管如此，鉴于欧洲央行的政策方向依然是逐步收紧，我们预期明年 10 年期德国国债收益率将上升。

### 新兴市场美元政府债券 – 看好

新兴市场美元政府债券仍是我们最看好的债券领域。正如上月所强调的那样，大部分利好因素，即经济发展势头稳健、美元显著走强的风险降低、投资者资金持续强劲流入依然存在。

估值相对过去而言不再低廉，但却不及其他债券资产类别。此外，由信用质量为投资级和高收益债券构成的新兴市场美元政府债券，地理分布多元化，将继续提供高于 5% 的收益率。

2017 年，流入新兴市场债券的投资者资金规模逾 930 亿美元，资金流向逆转仍是主要风险。此外，新兴市场美元政府债券依然易受美元收益率大幅上升和新兴市场地缘政治风险的影响。

图 19: 过去一个月新兴市场美元债券估值有些过高



### 发达市场投资级公司债券 – 核心持仓

我们看好发达市场投资级公司债券多于发达市场政府债券。发达市场投资级公司债券的估值虽然日益偏高，但我们依然相信，其相对较高的发行收益率有助于其跑赢政府债券。

信用质量似乎大体企稳，某些板块甚至有所提升，或将为当前估值提供支撑。尽管美元投资级公司债本年度供应量创纪录高位对表现构成拖累，但之后供应或将有所放缓，原因是企业的借贷需求可能在今年早些时候已经得到释放。如果税改获得通过，资金的汇回，可能导致未来债券供应量进一步下降。

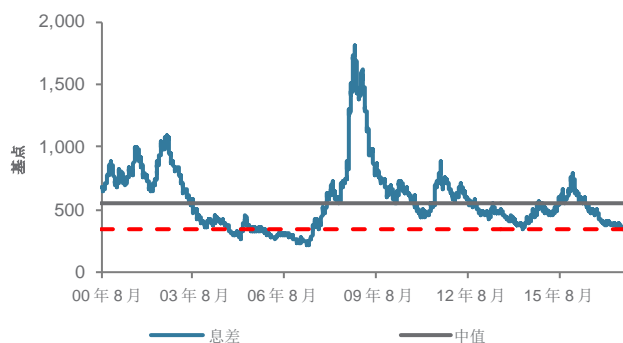


## 发达市场高收益公司债券 – 核心持仓

全球高收益债券的估值（以信贷息差计量）达到过去十年来的最高水平。违约率低、信用质量总体稳定，在一定程度上为偏高的估值提供了依据，但资本进一步增值的空间仍然有限。然而，考虑到发达市场高收益债券 5%左右的发行收益率，且久期较短，我们依然将其视为核心持仓。

图 20：发达市场高收益债券息差处于金融危机以来的最低水平

发达市场高收益债券息差（基点）



资料来源：彭博、渣打

我们继续将美国浮息贷款视为高收益债券具有吸引力的替代性投资。在美联储明年加息两次或两次以上的情境下，其低利率敏感性和持续上升的票息或将有助于其跑赢高收益债券。若美联储加息步伐不及当前预期，则浮息贷款仍然有望实现正回报，但表现可能不及高收益债券。

## 亚洲美元债券 – 核心持仓

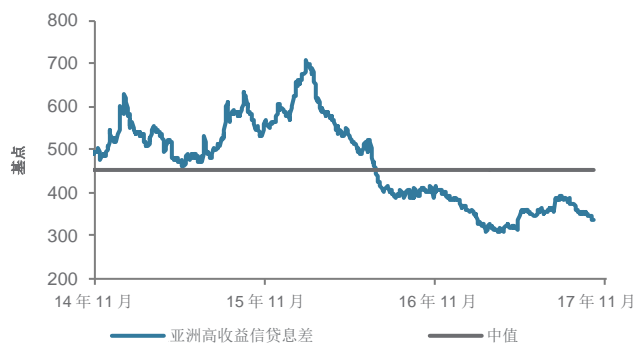
亚洲美元债券是我们第二看好的债券子资产类别。尽管其提供的收益率相对而言不及其他债券资产类别，但我们看好其在潜在的风险和回报之间形成的平衡。相对于新兴市场其他主要债券资产类别而言，亚洲美元债券的信用质量更高，且地区内买家群稳固，不易遭受市场情绪化抛售或全球资金流向逆转带来的不利影响。

中国经济数据较为稳定，同时中国人民银行的言论表明其有意遏制企业过度使用杠杆，利于提升市场的整体信用质量。这一点尤为重要，因为中国发行人占市场发行人总数近一半。

中国房地产行业近期增速放缓是一个不利因素，对亚洲高收益债券而言尤为如此，目前此类债券相对于其历史平均值而言所提供的收益率溢价并不高。因此，在亚洲美元债券领域，我们看好高质量投资级债券多于高收益债券。

图 21：亚洲高收益债券的收益率溢价远低于历史均值水平

亚洲高收益债券信贷息差（基点）



资料来源：彭博、渣打

## 新兴市场本币债券 – 核心持仓

由于我们上月下调了看涨观点，新兴市场本币债券过去两周经历了资金流出和负回报。此外，我们认为，美元近期的反弹将对未来几个月的新兴市场本币债券构成阻力。

尽管存在以上担忧，但我们不容忽视这样一个事实，即新兴市场本币政府债券所提供的收益率在我们所关注的六大主要债券子资产类别中是最高的。新兴市场强健的宏观经济基本因素，也是该类债券的一个利好因素。因此，我们仍将其作为核心持仓，并利用我们的资产配置模型（见 30-31 页）确定该类资产的合理配置方案。



# 股票



## 对投资者的启示

- 01** 全球股票是我们看好的资产类别
- 02** 欧元区与亚洲（日本除外）是我们看好的地区性市场
- 03** 在亚洲（日本除外）市场，看好中国与韩国股市

## 市场重燃美国税改的希望

- 全球股票仍旧是我们看好的资产类别。投资者日益聚焦基本因素，体现为股市内部的关联度下降。市场重燃美国政府实施税改的希望，从而将使得聚焦国内、边际税率较高的行业获益。
- 欧元区股市仍旧是我们看好的市场之一。考虑到外资银行在西班牙国内市场的业务有限，以及西班牙大型公司更加专注于国际而非国内市场，西班牙加泰罗尼亚独立运动的近期动态预计不会对欧元区股票造成重大负面影响。欧元区股票的盈利与估值仍旧吸引。
- 我们还看好亚洲（日本除外）股票。盈利上调一直是该地区股市的推动力。全球需求稳健，加之成本控制规范有力，可以进一步提振市场对未来 12 个月每股盈利增长的一致预期，目前该项预期为 14%。中国是我们最看好的市场，韩国仍旧是我们看好的市场。
- 新兴市场（亚洲除外）是核心持仓。围绕贸易保护主义的忧虑缓解及美元长期走势稳定，可能导致流入的资本进一步增长，从而提振资产市场。日本也是核心持仓。近期选举结果被视作利好，源于其可巩固对首相安倍改革日程的支持力度。
- 我们看好的股市观点面临的风险：高估值及地缘政治不明朗性。

图 22：当前市场行情

市场	指数水平		
	市盈率	市帐率	每股盈利
<b>美国（标普 500）</b>			
18 倍	3.0 倍	12%	2,560
<b>明晟 新兴市场（日本除外）</b>			
15 倍	1.6 倍	11%	3,637
<b>日本（日经 225）</b>			
15 倍	1.3 倍	9%	21,943
<b>英国（富时 100）</b>			
14 倍	1.8 倍	9%	7,486
<b>明晟 亚洲（日本除外）</b>			
13 倍	1.6 倍	14%	686
<b>明晟 新兴市场（亚洲除外）</b>			
12 倍	1.4 倍	14%	1,447

资料来源：FactSet、明晟、渣打  
注：估值和盈利数据参考明晟指数，截至 2017 年 9 月 28 日

图 23：欧元区和亚洲（日本除外）仍旧是我们看好的区域；英国股市最为看跌

股票	观点	盈利修正	股权回报		债券收益		评论
			盈利	率	经济数据	率	
欧元区	▲	●	●	●	●	●	由于之前欧元走强，盈利承受压力
亚洲（日本除外）	▲	●	●	●	●	●	盈利上调，股权回报率回升，估值吸引
新兴市场（亚洲除外）	◆	●	●	●	●	●	市场前景仍旧取决于商品价格与政局
日本	◆	●	●	●	●	●	受日圆走弱支撑，盈利加速向上修订
美国	◆	●	●	●	●	●	继近期强劲走势之后，盈利暂停增长
英国	▼	●	●	●	●	●	英国脱欧谈判仍旧艰难，投资走弱

资料来源：渣打全球投资委员会

图例：● 利好    ● 中性    ● 利空    ▲ 看好    ▼ 较为看跌    ◆ 核心持仓



## 欧元区股票 - 看好

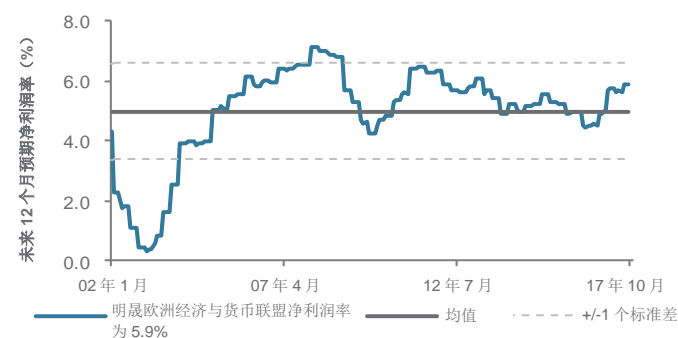
欧元区仍旧是我们看好的股市之一。鉴于 2008 年全球金融危机之后，欧元区经济增长落后于美国及其他发达市场，我们认为该地区经济具备进一步复苏的空间。该情况应有助抵消此前欧元走强期间对欧洲出口商盈利造成的不利影响。目前市场对未来 12 个月每股盈利增长的一致预期为 11%。营收增长具有韧性且企业利润率良好，应能支持企业利润及股权回报率提高。

此外，我们预计加泰罗尼亚当前独立运动蔓延的影响有限。尽管加泰罗尼亚大约占西班牙国内生产总值的 20%，但西班牙的金融与贸易流不大可能受到影响。西班牙银行业由国内银行主导，外资银行在总资产之中的比重较低。因此，我们认为独立运动的影响不会蔓延至更广范围内的欧元区银行业与股市。鉴于我们认为德国国债收益率将在未来 3 个月保持当前区间的基准情境，我们继续看好欧元区金融股。欧元区银行业的净息差可能扩阔，而保险商的投资收益率可能提高。

整体而言，我们认为欧元区股票的投资背景更趋稳健，源于此前欧元走强造成的不利影响或已得到反映。尤其是，欧元区股票的相对估值变得更加低廉，其相对全球股票估值的折价为 9.4%，而 2017 年 4 月折价为 6.1%。

图 24: 得益于营收增长稳健及企业利润率扩大，欧元区股权回报率持续改善

明晟欧洲经济与货币联盟 (EMU) 净利润率



## 亚洲（日本除外）股票 - 看好

亚洲（日本除外）是我们看好的地区之一。我们此项观点得益于盈利上调、估值低廉及美元长期前景稳定。

盈利上调一直是亚洲（日本除外）股票的推动力。全球需求稳健及成本控制规范有力，可以进一步提振市场对未来 12 个月每股盈利增长的一致预期，而目前该预期为 14%。鉴于营业收入稳定增长及成本控制规范有力，我们认为利润率与股权回报率均具备改善的空间。

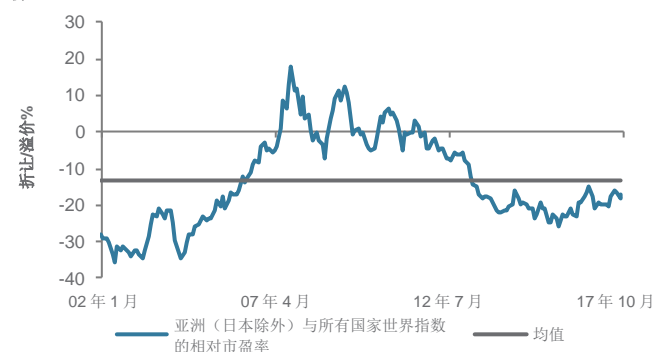
尽管年初至今上涨 44%，但亚洲（日本除外）的估值仍旧吸引，市场对该地区未来 12 个月市盈率的一致预期较全球股票存在 17% 的折价。

中国是我们在亚洲（日本除外）最为看好的股市。10 月份召开的中共十九大进一步巩固了主席习近平的政治权力，预计习近平将保持经济政策的连贯性。我们还认为，对经济增长质量及科技 / 创新驱动消费的侧重有望成为企业利润率的长期推动力。

韩国也是我们看好的股市。韩国股市当前估值较该地区的折价高达 33%，而折价的长期均值为 24%，同时我们认为地缘政治紧张局势的风险已经得到体现。政府循序渐进实施改革及企业管治改善，可能推动韩国股市估值中枢上移。

图 25: 亚洲（日本除外）股票估值较全球股票存在折价

明晟新兴市场（亚洲除外）估值较明晟所有国家 (AC) 世界指数存在 25% 的折价





## 新兴市场（亚洲除外）股票 - 核心持仓

新兴市场（亚洲除外）股票仍旧是核心持仓。全球经济稳步改善，围绕美国贸易保护主义的忧虑减弱及美元走势稳定，可能促进资本进一步流入新兴市场（亚洲除外）。该情况将利好该地区的股市。

新兴市场（亚洲除外）股票的市盈率较发达市场折价 25%，估值仍旧相对吸引。年初至今，受盈利前景向好的支持，新兴市场（亚洲除外）股票上涨 4%。得益于商品价格反弹，成本控制规范有力及需求改善，未来 12 个月每股盈利增长的一致预期为 14%。

不过，政治风险仍旧是该地区的一项忧虑。巴西定于 2018 年举行大选。巴西改革成功与否取决于下届总统。同时，我们预计巴西央行进一步小幅降息的举动或有助提振消费需求。巴西仍旧是我们在新兴市场（亚洲除外）上最看好的股市。

南非执政党非洲人国民大会预计将于 2017 年 12 月举行领导层选举。政治不明朗性可能限制股票的上涨空间。我们对南非股票维持谨慎观点。

墨西哥面临对《北美自由贸易协定》的重新谈判。市场可能反映谈判顺利进行的预期。尽管谈判结果仍不确定，但我们认为其对新兴市场（亚洲除外）股市的影响适度。

图 26: 新兴市场（亚洲除外）的估值相对发达市场仍旧合理

明晟新兴市场（亚洲除外）的 12 个月预估市盈率相较发达市场的溢价/（折价）



资料来源：FactSet、彭博、明晟、渣打

## 日本股票 - 核心持仓

我们仍将日本股票视作核心持仓。通过近期提前举行的大选，自民党领导的执政联盟在众议院获得三分之二的大多数席位，使该联盟得以修改宪法，同时首相安倍可以继续其结构性改革。该情况利好我们关于美元兑日圆近期上涨的基准情境；考虑到日本企业大约 30% 的销售收入来自海外，日圆走弱利好日本经济与企业盈利。

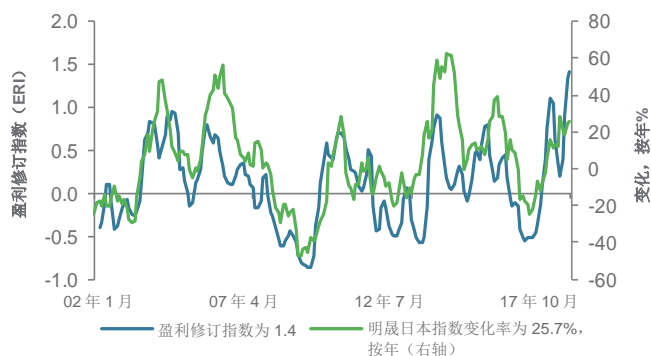
此外，由于成本控制规范有力，日本企业盈利持续向上修订（势头加速）。围绕明晟日本未来 12 个月每股盈利增长的一致预期保持在 9% 的较高水平。盈利修订趋势加速，使得日本股市的估值吸引；未来 12 个月市盈率的的一致预期为 15 倍，低于 17 倍的历史均值。

尽管企业股票回购步伐已经从去年同期的 4.6 万亿日圆降至年初至今（截至 2017 年 9 月）的 1.3 万亿日圆左右，但日本公司的现金持有量充裕，规模高达 106 万亿日圆，可用于业务扩张。

利空方面，钢铁行业最近的企业丑闻可能对投资者信心造成负面影响，但我们认为盈利增长良好，估值吸引及首相安倍的执政地位得到巩固，可以为日本股票提供支撑。

图 27: 日本盈利大幅向上修订

日本盈利趋势一直是股市表现的推动力



资料来源：FactSet、明晟、渣打



## 美国股票 - 核心持仓

我们仍将美国股票视作核心持仓。市场对美国税改重燃的乐观情绪及强劲的经济增长势头预计将对美国股市构成支撑。尤其是，专注国内业务且实际税率较高的公司可以更好地获益于潜在的政策变动。

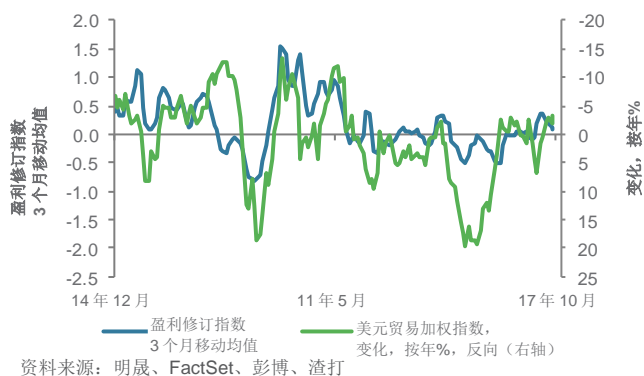
第三季度业绩期的大幕已经开启。每股盈利增长预计将下滑，源于（1）去年的高基数效应及（2）近期飓风引发短暂放缓。不过，投资者可能选择忽略该等因素，专注公司的前瞻性指引。考虑到经济环境改善，进而促使薪资与国内消费增加，市场对于未来 12 个月每股盈利 12% 的一致增长预期看似可以实现。之前美元走弱预计将对美国企业盈利发挥积极作用，源于美国企业大约 29% 的收入来自海外市场。

利空方面，估值高企，未来 12 个月市盈率一致预期为 18 倍。该估值已经高出过去 15 年创下的高峰（17.5 倍）。此外，美国公司杠杆高企仍旧是主要风险，因为美国加息将提高偿债成本。

总体而言，我们仍旧看好美国股市，主要源于（1）经济发展稳健，及（2）潜在税改应可以抵消围绕估值与较高利息费用的忧虑。

图 28: 此前的美元疲弱利好短期美国企业盈利

美国盈利修订指数对比美元贸易加权指数 (TWI)



## 英国股票 - 较为看跌

英国股市仍旧是我们最看跌的市场。继英国首相文翠珊在保守党大会发表讲话及内阁大臣公开表示不再效忠之后，围绕首相是否将继续掌权的不明朗性使得当前的英国脱欧“僵局”进一步蒙上阴影。

目前，英国脱欧引发的增长放缓程度亦更加明显，体现在企业投资疲弱及实际薪资为负增长。这可能进一步抑制专注国内市场的公司的盈利增长，同时对未来 12 个月每股盈利增长 9% 的一致预期施加下行压力，而在国内经济增长走弱的背景之下，该项预期面临进一步向下修订的风险。估值亦不具有吸引力，未来 12 个月市盈率的一致预期为 14 倍。

除了政治与经济阻力，英国债券收益率上扬也可能有损英国股票相对全球股票的表现，因为富时 100 指数之中 37% 的公司处于防守性/高股息行业。尤其是，鉴于英国股票高股息的特点，高利率可能削弱英国股票的吸引力。目前，英国股票的股息收益率达 4.3%，在我们关注的六大地区 / 市场居最高水平。

我们对英国股市观点面临的主要风险是（1）投资者对英国市场持悲观情绪，如基本因素改善，该情况可能引发股市大幅反弹，及（2）新兴市场与商品显著反弹，可能推动英国市场跑赢全球地区。

图 29: 英国股票在英国债券收益率上扬的同时往往走势不佳

明晟英国相对明晟世界的增长率 (按年)，对比英国 10 年期债券收益率





# 股票衍生工具

## 聚焦中国消费的再平衡情况

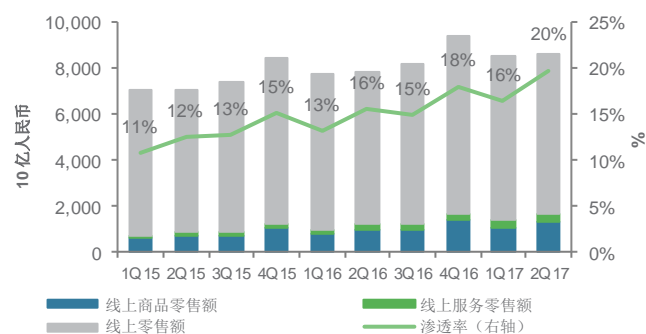
在上期《全球市场展望》之中，我们探讨了投资者卖出欧洲汽车与美国金融业认沽期权的潜在投资机会。得益于欧元走弱及美国经济数据改善及美联储鹰派言论提振美元，上述两项投资观点在过去几周均表现卓越。

一般而言，波动率仍处于低位。我们认为，寻求股票衍生工具投资机遇的投资应聚焦特定行业的主题，而非更广泛的市场。

亚洲（日本除外）股市仍旧是我们最看好的地区之一，而中国股市是我们在该地区看好的市场。中国主席习近平在中国十九大开幕式致辞谈及“……增强消费对中国经济发展的基础性作用”。我们预计其政策将得以延续，中国经济向更多依赖消费驱动增长再平衡。我们认为，这利好网上消费行业。

图 30: 中国线上零售的渗透率持续增长

2017 年第二季度线上零售渗透率为 20%



资料来源: 彭博、渣打

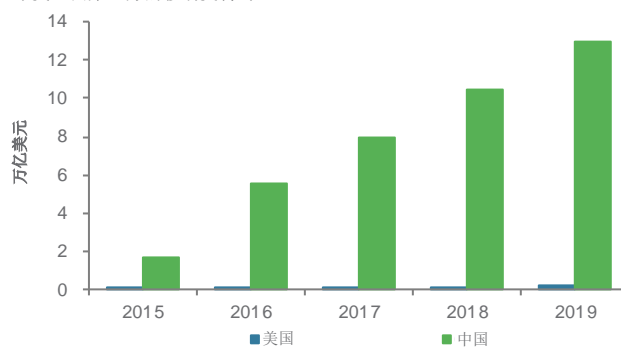
尽管盈利增长强劲，但市场对于整个行业的当前估值越发忧虑。

这也恰恰是股票衍生工具可以具针对性发挥作用之处: 带来更多的回报。该行业大盘股的 6 个月隐含波动率显著高于纳斯达克 100 指数的波动率，接近 1 年来的高位。卖出认沽期权使得投资者可以获得收益，如估值回撤至更加合理的水平，投资者可以考虑持有。

对于长线投资者，可以选择在估值较低时买入持有。2017 年第二季度，中国线上零售的渗透率为 20%（较 2015 年第一季度的 11% 将近翻番）。中国移动支付令美国相关企业相形见绌，中国数字支付与贷款平台有助促进并推动电子商务。

图 31: 数位支付与贷款平台有助推动电子商务

中美经由第三方的移动支付对比



资料来源: FT/iResearch、Statista、渣打



# 商品

## 对投资者的启示

- 01 目前油价涨幅有限
- 02 金价仍保持窄幅上落
- 03 基础金属价格有望小幅回落

## 近期盘整的空间

- 我们预计，在全球经济持续强劲增长之际，商品价格将小幅上涨，但我们认为，近期商品价格可能整固。
- 我们仍旧略微看涨中期油价，不过近期油价进一步上涨的空间有限。
- 金价预计将在当前价位的基础上大体呈现窄幅上落走势。

图 33: 商品：主要推动因素与前景

商品	观点	库存	产量	需求	实际利率	美元	风险情绪	评论
石油	◆	●	●	●	不适用	●	●	欧佩克减产和美国页岩油生产放缓对油价构成支撑
黄金	◆	●	●	●	●	●	●	收益率逐步上升将令黄金面临压力
金属	◆	●	●	●	不适用	●	●	中国需求停滞不前，价格可能小幅回落

资料来源：渣打全球投资委员会

图例：● 利好    ● 中性    ● 利空    ▲ 看好    ▼ 较为看跌    ◆ 中性

### 短期内进一步上涨的空间有限

随着全球经济数据改善，已发展经济体与新兴经济体的增长范围扩大，我们仍旧适度看涨商品。中国的宏观经济前景保持韧性，尽管增长适度放缓可能限制短期商品价格进一步上涨。

油价在更长期内可能小幅上涨，但近期前景更加不明朗。我们认为短期因素已经推动近期供需缺口收窄。近期来看，我们认为中国数据放缓及美国产量恢复增长将限制油价上涨。

我们预计，在美国收益率上扬及美元短暂走强之际，金价进一步上涨的空间有限。不过，我们仍旧认为，作为对冲无法预期风险的方式，适宜小幅配置黄金。

对于基础金属，我们认为其强劲涨势与基本因素不相符，特别是在中国固定资产投资数据继续走弱的情况下。这表明金属价格回落的风险正在增强。

图 32: 当前市场行情

商品	当前水平	1个月回报
黄金 (美元/盎司)	1,267	-2.1%
原油 (美元/桶)	59	2.4%
基础金属 (指数)	133	6.9%

资料来源：彭博、渣打



## 原油 – 不会迅速上涨

10 月份，布伦特原油价格维持在每桶 55 美元上方。我们认为，强劲的原油需求，库存自高峰水平回落以及其他短期因素（如伊拉克供应中断）已经导致近期原油价格再平衡过程快于预期。

未来，再平衡过程不大可能一帆风顺。中国经济数据出现“负面惊喜”，加之李克强指数及工业金属价格放缓，表明中国需求可能放缓。就供应而言，欧佩克减产延长至 2018 年的计划尚无法被视作既定事实。此外，我们预计，在当前油价上涨之际，美国页岩油产量将恢复增长。

因此，我们预计油价不会自当前价位进一步上涨，有望回归 55 美元的关口。不过，更长期来看，我们越发确信供需失衡的状况可能继续经历调整。

## 黄金 – 对冲未知风险

我们预计，金价短期内从当前价位上涨的空间有限，同时继续认为未来 6-12 个月金价将大体呈现窄幅上落之势。我们认为，利率（扣除通胀）仍旧是中期金价的主要推动力。鉴于我们预计货币政策将循序渐进地收紧，与通胀数据大体保持同步，所以实际利率有望保持稳定。

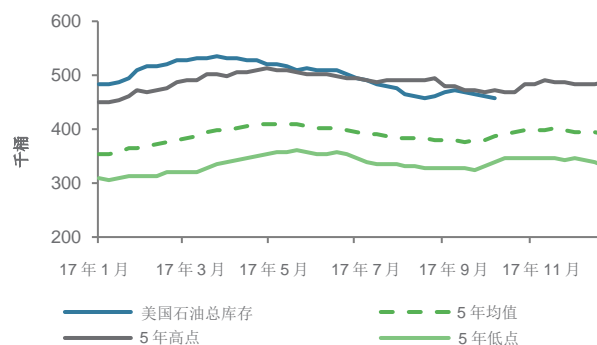
我们认为，黄金仍旧是对冲地缘政治与金融/经济风险的工具。比如，近期朝鲜紧张局势升级的影响已经反映在日圆计值的金价攀升（见右表）。因此，我们仍旧认为宜小幅配置黄金以对冲无法预期事件的风险。

## 工业金属 – 价格上涨……

近期，工业金属表现强劲，跑赢原油与黄金。不过，我们认为，此番涨幅难以维继，因为关键基本因素，如中国房地产领域的固定资产投资继续放缓。尤其是铜价上涨是源于早前中国降低铜库存及中国增长优于预期。

图 34：美国石油产品库存下降有助支撑油价

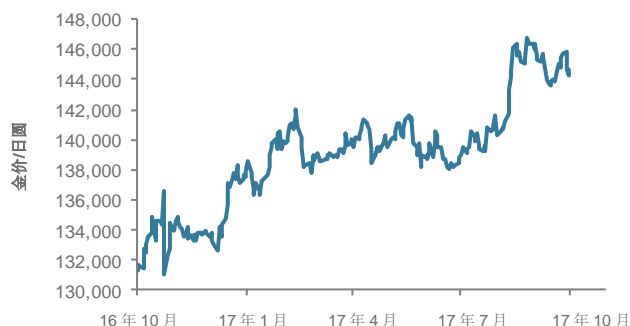
美国石油总库存（千桶）；5 年均值，高点、低点



资料来源：彭博、渣打

图 35：可能源于地缘政治忧虑情绪的影响，金价体现其相对日圆等其他避险资产的溢价

以日圆计值的金价（美元/盎司）



资料来源：彭博、渣打

图 36：因素变动 – 原油

因素	近期动向
供应	欧佩克继续减产；美国原油库存下降
需求	美国和中国的领先经济指标继续扩张
美元	自年初至今的低点上涨

资料来源：渣打

图 37：因素变动 – 黄金

因素	近期动向
利率预期	美联储寻求缩表，美国收益率上升
通胀预期	美国小幅升温
美元	自年初至今低位上涨

资料来源：渣打



# 另类策略

## 对投资者的启示

- 01** 积极利用替代策略和多元化策略
- 02** 以股票对冲（最为看好）和事件驱动策略代替买入股票的策略
- 03** 以情境推动资产配置

## 美元走势支持全球宏观策略

- 全球宏观策略获益于美元走势，月内上涨 1.0%；美元指数已自 9 月初的低位反弹。
- 受全球股票上涨的推动，股票对冲策略也实现上涨，而其他另类策略呈持平至小幅下跌的表现；自发布《2017 年展望》以来，我们的多元化另类策略配置上涨 5.1%。
- 鉴于股市的涨势及我们的再通胀/摸索前行经济展望，我们继续看好股票对冲策略。

### 遵循另类策略的框架

利用多种定量分析和定性输入的数据，我们得出了另类策略的几项潜在驱动因素，并在年中《展望》已作分享（请参见图 39）。

尽管由于波动率\*处于极低水平，全球宏观策略面临具有挑战的一年，但近期该策略表现卓越。美元波动率上升已为货币对交易创造更多机会。自 9 月份的稳定期以来，包括欧元（58%）、日圆（14%）和英镑（12%）在内的美元指数\*\*在近几周上涨。

股市的涨势继续支持股票对冲策略，而信用息差持续收窄或可改善融资成本及相对价值策略的表现。

我们仍旧看好股票对冲策略，另类策略配置情况如下：股票对冲 34%、事件驱动 26%、全球宏观 16%、相对价值 24%。关于如何建构另类策略配置的详情，请参见《2017 年展望》。

图 38：当前市场行情

另类策略	自展望发布以来	自上一份刊物发布以来
股票多空仓位策略	7.3%	0.7%
相对价值	3.1%	0.2%
事件驱动	7.2%	-0.2%
宏观 CTAs	1.1%	1.0%
另类资产配置	5.1%	0.4%

资料来源：彭博、渣打

图 39：另类策略的交通灯框架

	描述	观点	主要驱动因素	
替代策略	股票对冲	本质上就是买入价值被低估的股票、卖出价值被高估的股票	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 股市上涨</li> <li>• 股市分化加剧</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●</li> <li>●</li> </ul>
	事件驱动	以并购等事件作为投资依据 寻找利用相关金融工具之间的定价差	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 股市上涨</li> <li>• 并购活跃</li> <li>• 信贷息差收窄</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●</li> <li>●</li> <li>●</li> </ul>
	相对价值	从全球层面发掘主题、趋势和资产类别之间的关系（关联），通常运用杠杆 以并购等事件作为投资依据	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 利率下降</li> <li>• 融资成本、信贷息差收窄</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●</li> <li>●</li> </ul>
多元化策略	全球宏观	寻找利用相关金融工具之间的定价差	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 波动加剧、信贷息差</li> <li>• 各类资产分化加剧</li> <li>• 市场走势明确（上升 / 下跌）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●</li> <li>●</li> <li>●</li> </ul>

图例：● 利好 ● 中性 ● 利空 ▲ 看好 ▼ 较为看跌 ◆ 中性

资料来源：渣打全球投资委员会；\*波动率由 VIX 指数追踪。\*\*美元指数



# 外汇

## 对投资者的启示

- 01 欧元中期走强
- 02 日圆中期走低
- 03 澳元或窄幅上落

## 美元企稳

- 我们认为美元短期有进一步升值的空间。虽然会出现下行风险，但长期仍以稳定为主。
- 我们认为欧元中期会进一步升值，但短期回落风险犹存。
- 我们认为日圆中短期将进一步延续疲弱勢頭，而日本央行与其他主要央行继续保持政策分歧。
- 澳元中期料将大致维持上落，虽然短期会有所贬值。

图 41：外汇；主要驱动因素和前景

货币	观点	实际息差	风险情绪	商品价格	美元整体 强势	评论
美元	◆	●	●	不适用	不适用	政策分歧减弱，其他央行的行动成为关键
欧元	▲	●	●	不适用	●	欧洲收益率上升对欧元未来 12 个月走向构成支撑
日圆	▼	●	●	不适用	●	美国收益率走高对日圆构成压力
英镑	◆	●	●	不适用	●	英镑面临政治和政策不明朗压力
澳元、新西兰元	◆	●	●	●	●	商品价格上行有限，央行或维持现有政策
新兴市场货币	◆	不适用	●	●	●	短期内阻力攀升

资料来源：彭博、渣打全球投资委员会

图例：● 利好 ● 中立 ● 利空 ▲ 看好 ▼ 较为看跌 ◆ 中立

图 40：当前市场行情

外汇（兑美元）	当前水平	1 个月变动
亚洲（日本除外）	107	-0.2%
澳元	0.77	-2.9%
欧元	1.17	-1.2%
英镑	1.32	-2.2%
日圆	114	-1.5%
新加坡元	1.37	-0.9%

资料来源：彭博、渣打

## 美元下行风险已反映

美元年初至今持续贬值，但现在开始逐渐企稳。我们认为以下三大原因造成美元疲弱：1) 其他主要央行（欧洲央行、英国央行和加拿大银行）开始退出财政刺激措施；2) 美元通胀预期下降导致美元长期收益率下跌；和 3) 美国政府当局的财政政策不尽人意。但我们认为即便是集这三大因素的影响于一身，美元的贬值程度也已过高。因此，我们认为趋于年末，美元或出现喘息性上涨，尤其是当以上部分因素出现反转的情况下。

虽然美元短期之内会出现反弹，但全球其他主要央行继续侧重收紧货币政策和新兴市场国家强劲增长或对近期美元收益构成限制。



## 欧元 – 在上升前回落

受欧洲央行退出刺激措施的预期影响，欧元近期保持韧性。虽然中长期来看，结构性和周期性因素的缓和可能会支持欧元上升，但我们认为年底欧元会进一步回落。

我们的观点继续受以下三大因素支撑。首先，美元或收复部分失地，源于财政政策或取得进展，以及美联储加息预期复燃。其二，加泰罗尼亚公投相关政局对稳定构成重大威胁的可能性较低，我们认为欧元区风险从当前水平进一步下降的空间较小。

## 日圆 – 近期弱势延续

日圆年初至今小幅走强，主要受美国收益率下降影响，造成美国-日本实际收益率（经通胀调整后）差异缩小。但是，我们认为随着美国经济继续复苏，以及日本仍维持当前政策，美国收益率或进一步提升。最近，美国 10 年期国债收益率和美元/日圆汇率正在突破其下行趋势线价格通道。

我们认为日本安倍首相胜利当选降低了日圆走强的风险，货币政策或得以继续实施。我们认为转向鹰派政策的可能性大大降低。

## 英镑 – 政策不明朗限制收益

英镑 2017 年大部分时期都在不断走高。我们认为周期性因素，特别是政策利率正常化前景，成为支持英镑走势的主要原因（见侧表）。

尽管如此，我们认为英镑收益会受到两方面的限制。首先，在经济不明朗的背景下，英国央行除 11 月可能加息外，其加息轨迹犹如雾里看花极为不明确。其二，严重的外部失衡等结构性风险，很可能会卷土重来，对收益构成限制。因此，英国与欧盟之间的脱欧及贸易谈判的明朗程度，对英镑取得大幅收益至关重要。

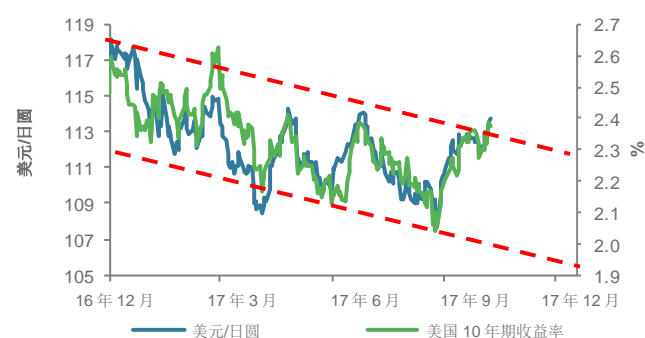
图 42: 因素变动 – 3 国集团货币

因素	近期动向
实际息差	朝着利于美元、不利于欧元、日圆与英镑的方向变动
风险情绪	股票与外汇波动率从上月低位有所抬头，但与过往平均水平相比仍处于低位
投机持仓	仍为净短仓美元，而欧元持仓接近极端净长仓。日圆持仓大部分为净短仓，而英镑接近历史均值水平

资料来源：彭博、渣打

图 43: 美国 10 年期收益率和美元/日圆汇率的价格通道逐渐下降

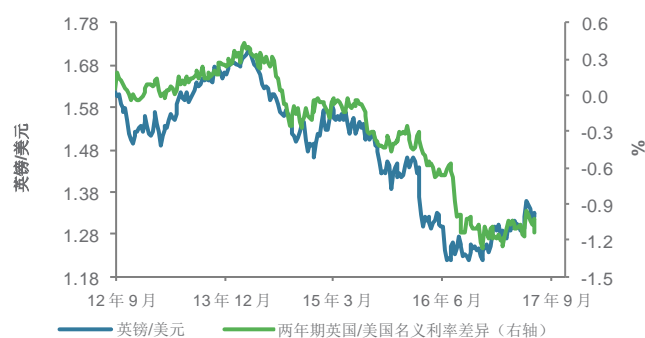
美国 10 年期国债收益率和美元/日圆



资料来源：彭博、渣打

图 44: 英国短期收益率差异是英镑年初至今反弹的主要动力

美国-英国两年期名义利率差异和英镑/美元



资料来源：彭博、渣打



债券

股票

商品

另类策略

外汇

多元资产

## 澳元 – 大致窄幅上落

澳元年初至今小幅走强；但我们认为趋于年末强势势头可能不再延续。澳元走势主要得益于铁矿石价格走高（见右表），而实际收益率差异（扣除通胀后）的支持力度次之。

鉴于铁矿石市场基本因素较为疲软，尤其是中国固定资产投资放缓，澳元存在进一步回撤的可能性。同时我们认为澳洲储备银行或维持当前政策，原因是结构性风险（家庭杠杆和从矿业过度）依然构成挑战（尽管周期性指标因素改善）。因此，在市场揣度澳洲储备银行何时加息之际，澳元或短期内贬值，但中期或大致窄幅上落。

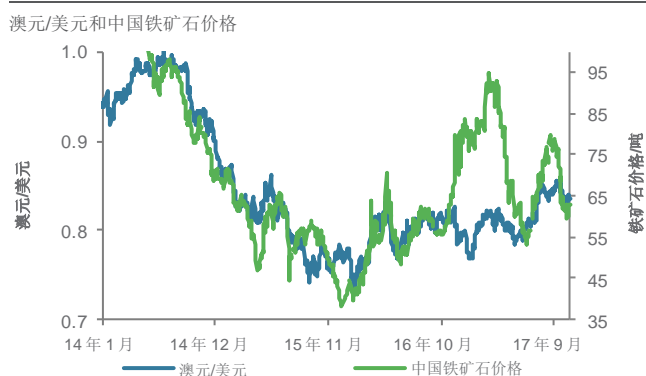
## 新兴市场货币 – 美元普遍上涨构成阻力

虽然未来 12 个月整体宏观环境利好新兴市场货币，我们认为短期内在多种因素的影响下，需要更加谨慎。这些因素包括美元大体走强（见右表），资本流入放缓，以及波动性从当前极低的水平上有所抬升。

近期中国共产党代表大会表明，人民币在当前的政策上将更加市场化。因此，人民币更为市场化意味着波动性更高。从方向上来看，我们预计美元走强会对人民币构成压力。但是，较长来看，随着资本外流压力减小以及中国继续沿着小幅增长的道路发展，人民币预计基本上会以稳定为主。

我们认为近期新加坡元或小幅贬值，因为该货币与美元仍联系紧密（反向）。市场已对新加坡金融管理局立场向鹰派的轻微转变有所反映。因此，我们认为新加坡元和美元指数紧密反向联系或仍继续保持。我们预计韩圆近期会小幅贬值，虽然较长来看，在全球增长加快、中国的稳定性和风险情绪积极向好的形势下，出现大幅贬值的可能性较小。

图 45: 铁矿石价格长期以来是支持澳元的主要因素；铁矿石基本因素仍然不够稳固，对澳元的支持力度或逐渐减弱



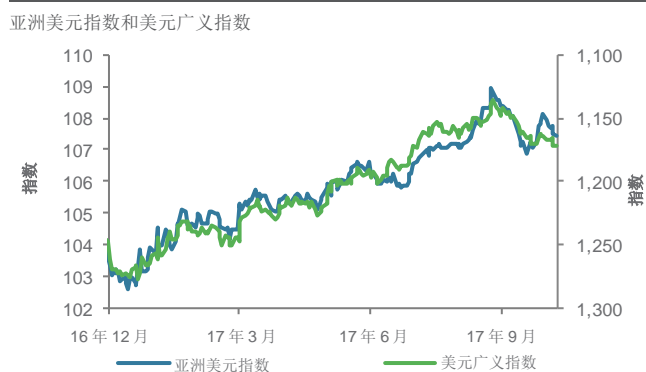
资料来源：彭博、渣打

图 46: 新兴市场货币因素变动

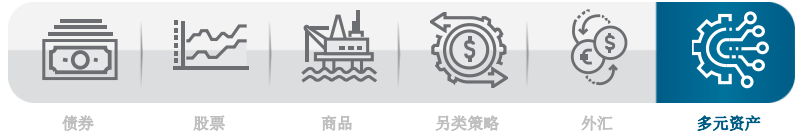
因素	近期动向
美元	美元开始企稳
中国风险	中国经济意外成为负数，特别是固定资产投资数据较为疲软
风险情绪	新兴市场外汇波动性过去两个月从 2014 年最低点不断攀升

资料来源：渣打

图 47: 美元和亚洲货币呈强烈的反向关系



资料来源：彭博、渣打



# 多元资产



## 对投资者的启示

- 01 收益率逐步上行通常利好风险资产
- 02 看好倾向增长的多元资产均衡策略
- 03 从历史上来看，优先浮息贷款、通胀保值债券及可转债在收益率上扬的情境下跌幅最低

## 收益率逐步上升之际跌幅有限

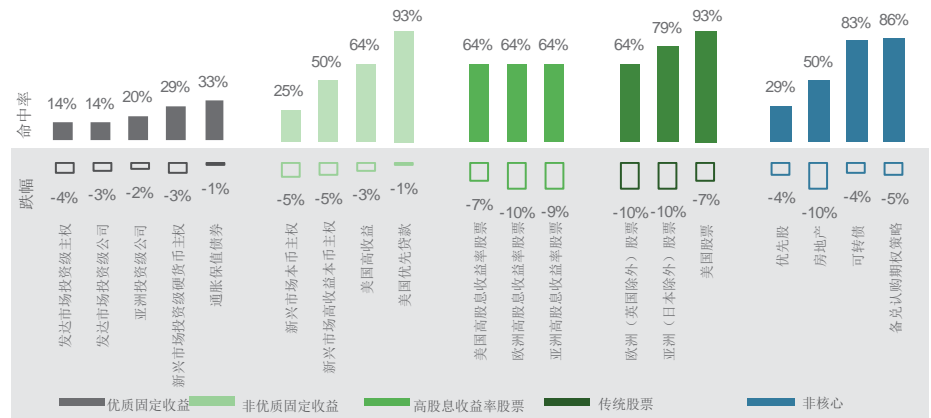
- 投资者一般将收益率逐步上扬视作经济环境走强的迹象 – 该情况将使传统股票与高收益和优先浮息贷款等信用挂钩资产类别获益。
- 收益率持续上扬可能利空债券投资者。了解不同资产类别的回撤特点或有助限制投资者整体配置的跌幅。
- 在收益率持续上扬的环境下，优先浮息贷款、通胀保值债券及可转债的回撤幅度最低（基于历史数据）。

上月股市连续创下新高点，推动我们的均衡配置与多元资产收益配置均实现正回报（分别为+0.9%和+0.6%）。在亚洲（日本除外）与美国市场的带动之下，传统与高股息收益率股票资产均表现强劲。受金融行业表现不佳的拖累，欧洲（英国除外）市场跑输其他地区。股市的强劲表现使得我们倾向增长的均衡型配置继续跑赢我们的多元资产收益配置。自我们 2016 年年底发布《年度展望》以来，均衡配置领先后者 271 个基点。

在固定收益领域，除了发达市场主权债券（未对冲的基础上）之外，多数资产类别实现正回报。包括发达市场高收益与优先浮息贷款在内的信用资产以及新兴市场美元债券是固定收益领域内表现卓越的资产类别。上月，固定收益领域多数资产实现正回报，但例外的是新兴市场本币主权债券自我们上次发表刊物以来创下负回报。

图 49：评估命中率与回撤幅度有助于针对收益率持续上行做出配置准备

2000 年以来正回报（命中率）时期与下降时期在各收益率上升时期所占百分比（>50 个基点）



资料来源：彭博、渣打；

优质固定收益资产包括 G3 主权债、通胀保值债券、发达市场投资级企业债、新兴市场硬货币主权投资级债券、亚洲投资级企业债。非优质固定收益资产包括杠杆贷款、美国高收益、新兴市场硬货币主权高收益、新兴市场本币主权债。

图 48：主要多元资产观点

配置表现	自展望发布以来	1 个月回报
均衡	13.3%	0.9%
多元资产收益	10.6%	0.6%

资料来源：彭博、渣打



## 回撤是评估收益率上行的有力指标

在上月《全球市场展望》“美元短期将独领风骚”之中，我们利用命中率（2000 年以来正回报在各不同收益率上行时期之中所占的百分比）这一指标探讨收益率上扬对不同资产类别的影响。一项关键结论是投资者将利率逐步上行视作经济环境走强的迹象，这使传统股票及高收益与优先浮息贷款等信用挂钩资产类别获益。

本月，我们通过另一项指标 – 收益率上扬时期的下跌进一步探讨上述问题。为保持一致性，我们将采用与上月相同的收益率上升期，同时我们的分析限定在美国 10 年期国债收益率涨幅超过 50 个基点的时期。图 49 所示的图表反映出我们的命中率分析，同时针对各资产类别分别加入下跌变数。

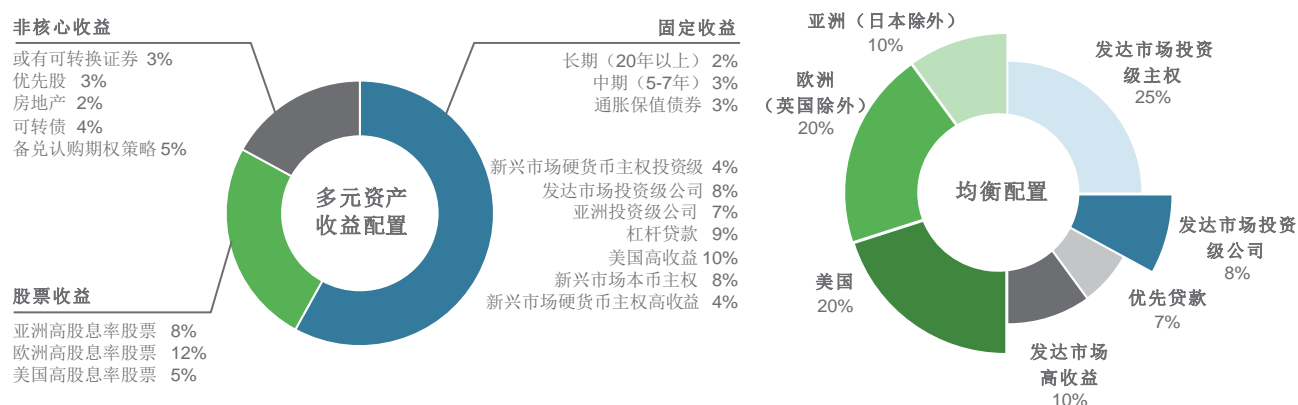
尽管命中率与下跌百分比并非互相排斥，但通过评估下跌指标，可以令投资者感知其各自配置面临的风险。

## 限制下跌的一系列选择

在固定收益领域，基于 2000 年以来的历史数据，我们发现发达市场与新兴市场主权债券的跌幅最大。尽管发达市场债券并非远远落后，但就跌幅较低的资产而言，优先浮息贷款及通胀保值债券表现卓越。该两类资产在优质量与非优质固定收益资产领域的命中率最高，从而可以在通胀压力增强的环境下巩固其对投资者的吸引力。

在股票领域，情况稍有差异。美国股票之中的传统股票与高股息率股票资产类别的命中率与其他地区持平或高出其他地区，而跌幅最低。不过，在各股市之中，美国股票的股息收益率最低（仅为 3.1%，而欧洲与亚洲（日本除外）分别为 5.3% 和 4.0%）。此外，从地区来看，我们认为欧洲（英国除外）和亚洲（日本除外）的资本增值潜力超出美国。尽管面临上述因素，但对于忧虑下跌的投资者，美国在股市领域或仍具吸引力。此类投资者的折衷办法或是非核心收益型资产。可转债与备兑认购期权策略在美国的投资比重较大，可以提供高命中率及低于股票、与部分固定收益资产类别持平的跌幅。

图 50：修订后多元资产收益型配置与均衡型配置（资产类别权重以百分比表示）



资料来源：渣打

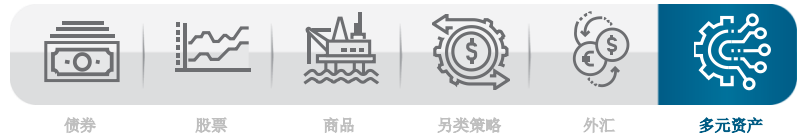


图 51: 从三方面评估收益型资产的方法

收益潜力、资本增长和下跌风险

资产类别	收益率	收益潜力	资本增长	下跌风险	评论
<b>固定收益</b>	<b>4.4</b>	●	●	●	<b>投资组合主力；收益率来源；有一定价值，但存在风险</b>
杠杆贷款	5.1	●	●	●	传统高收益投资具吸引力的替代品；在资本结构上较高收益债券的求偿权更优先；回报上有微小的收益损失；回报与美国短期利率变动正相关，但贷款存在赎回风险
公司债券 - 美国高收益	5.4	●	●	●	估值仍然高企；收益率吸引；违约率得到控制
新兴市场硬币主权债券	5.3	●	●	●	鉴于投资级别、高收益债券多元化的风险 / 回报，需要精挑细选；对美国利率上升敏感度高，构成风险；商品投资或为利好；估值合理
新兴市场本币主权债券	6.3	●	●	●	套利交易；政策利率多数持平或下降；国外需求是近期风险；外汇稳定是利好因素
投资级债券*	2.6	●	●	●	投资组合主力，结构性套利；一些投资理念吸引，但利率敏感性构成风险
公司债券 - 发达市场投资级*	2.4	●	●	●	收益率溢价收窄，但价格合理；如美联储加息周期减缓，长期美国公司债券看似吸引
公司债券 - 亚洲投资级	3.5	●	●	●	谨慎乐观；估值公允，信贷质量略微改善；主要风险包括中国发行人的集中度高和区域需求减少
通胀保值债券	2.4	●	●	●	作为名义主权债券的替代选择，具备投资价值；加息影响与 3 国集团主权债券类似，但可抵消美国通胀进一步上升的影响
主权*	1.4	●	●	●	量化宽松计划为主权债券收益率提供强劲的稳定之锚，但即使有剩余价值，也很少。风险包括加息和通胀上行。看好高收益/高质量市场（美国、澳洲、新西兰）
<b>股票收益</b>	<b>4.4</b>	●	●	●	<b>收益主要来源，资本增长有适度上行空间</b>
北美	3.1	●	●	●	估值公允或略高；收益率低；某些行业吸引
欧洲	5.3	●	●	●	估值公允；收益率可观；政治风险受全球增长前景持续改善影响而缓解；增长势头持续改善
亚洲（日本除外）	4.0	●	●	●	派息较好；精选个股估值吸引，但中国/美国增长、盈利、美联储和杠杆成为回落风险
<b>非核心收益</b>	<b>4.7</b>	●	●	●	<b>收益和增长多元化配置</b>
优先	5.4	●	●	●	收益率可观，面向金融行业；由利率上升带来的风险或不能完全被银行相关信用的改善所抵消
可转债	3.5	●	●	●	适度经济增长和循序渐进的加息对可转债形成利好。风险：政策失误
房地产	3.9	●	●	●	收益率多元化工具，房地产市场稳定；利率上升、某些区域估值过高构成风险。可能大幅回落
备兑认购期权	5.8	●	●	●	假设股票上行空间有限，备兑认购期权是增强收益的有益工具
或有可转换证券	4.3	●	●	●	收益率急剧下降；对收益率上涨敏感性较低以及过去数年银行信贷质量不断改善

资料来源：彭博、渣打全球投资委员会；收益率数据截至 2017 年 10 月 26 日；\*收益率数据截至 2017 年 9 月 29 日

关于引用指数，请参阅本部分结尾的附注

请注意：金融行为监管局（FCA）就向欧洲经济区居民销售或有可转换证券推出《永久行销限制》。

图例：● 潜力吸引/低风险      ● 潜力适度/中度风险      ● 潜力不吸引/高风险

# 市场表现概要\*

## 股票

	年初至今	1 个月
全球股票	19.0% ↑	2.3% ↑
全球高股息率股票	16.3% ↑	1.2% ↑
发达市场	17.5% ↑	2.3% ↑
新兴市场	31.0% ↑	2.7% ↑
<b>按国家划分</b>		
美国	15.8% ↑	2.6% ↑
西欧（本币）	10.8% ↑	2.7% ↑
西欧（美元）	22.7% ↑	1.4% ↑
日本（本币）	15.8% ↑	5.7% ↑
日本（美元）	18.6% ↑	4.1% ↑
澳洲	14.2% ↑	1.5% ↑
亚洲（日本除外）	35.5% ↑	3.8% ↑
非洲	13.8% ↑	0.7% ↑
东欧	11.1% ↑	0.1% ↑
拉丁美洲	24.3% ↑	-2.0% ↓
中东	2.4% ↑	-2.9% ↓
中国	47.1% ↑	3.8% ↑
印度	32.6% ↑	6.0% ↑
韩国	39.3% ↑	5.1% ↑
台湾	28.6% ↑	5.3% ↑
<b>按行业划分</b>		
非必需消费品	17.4% ↑	1.9% ↑
必需消费品	11.3% ↑	-0.1% ↓
能源	1.6% ↑	-0.5% ↓
金融	19.5% ↑	3.7% ↑
医疗保健	18.1% ↑	0.2% ↑
工业	21.3% ↑	2.5% ↑
资讯科技	36.1% ↑	5.6% ↑
电信	5.2% ↑	-1.9% ↓
公用事业	16.7% ↑	1.4% ↑
全球房地产股票 / 房地产投资信托	10.1% ↑	-0.5% ↓

## 债券

	年初至今	1 个月
<b>主权</b>		
全球投资级主权	5.7% ↑	-1.1% ↓
美国主权	1.7% ↑	-1.0% ↓
欧洲主权	10.3% ↑	-0.7% ↓
新兴市场主权硬币	8.8% ↑	-0.2% ↓
新兴市场主权本币	10.4% ↑	-2.5% ↓
亚洲新兴市场本币	8.6% ↑	-1.3% ↓
<b>信用债</b>		
全球投资级公司债	7.3% ↑	-0.4% ↓
全球高收益公司债	9.7% ↑	0.4% ↑
美国高收益债	7.5% ↑	0.6% ↑
欧洲高收益债	17.9% ↑	0.1% ↑
亚洲高收益公司债	5.6% ↑	0.0% ↑

## 商品

	年初至今	1 个月
多元化商品	-1.1% ↓	1.4% ↑
农业	-10.4% ↓	-0.9% ↓
能源	-11.5% ↓	0.2% ↑
工业金属	23.5% ↑	6.9% ↑
贵金属	7.3% ↑	-1.9% ↓
原油	1.0% ↑	2.4% ↑
黄金	10.0% ↑	-2.1% ↓

## 外汇（兑美元）

	年初至今	1 个月
亚洲（日本除外）	4.2% ↑	-0.2% ↓
澳元	6.3% ↑	-2.9% ↓
欧元	10.8% ↑	-1.2% ↓
英镑	6.7% ↑	-2.2% ↓
日圆	2.6% ↑	-1.5% ↓
新加坡元	5.9% ↑	-0.9% ↓

## 另类策略

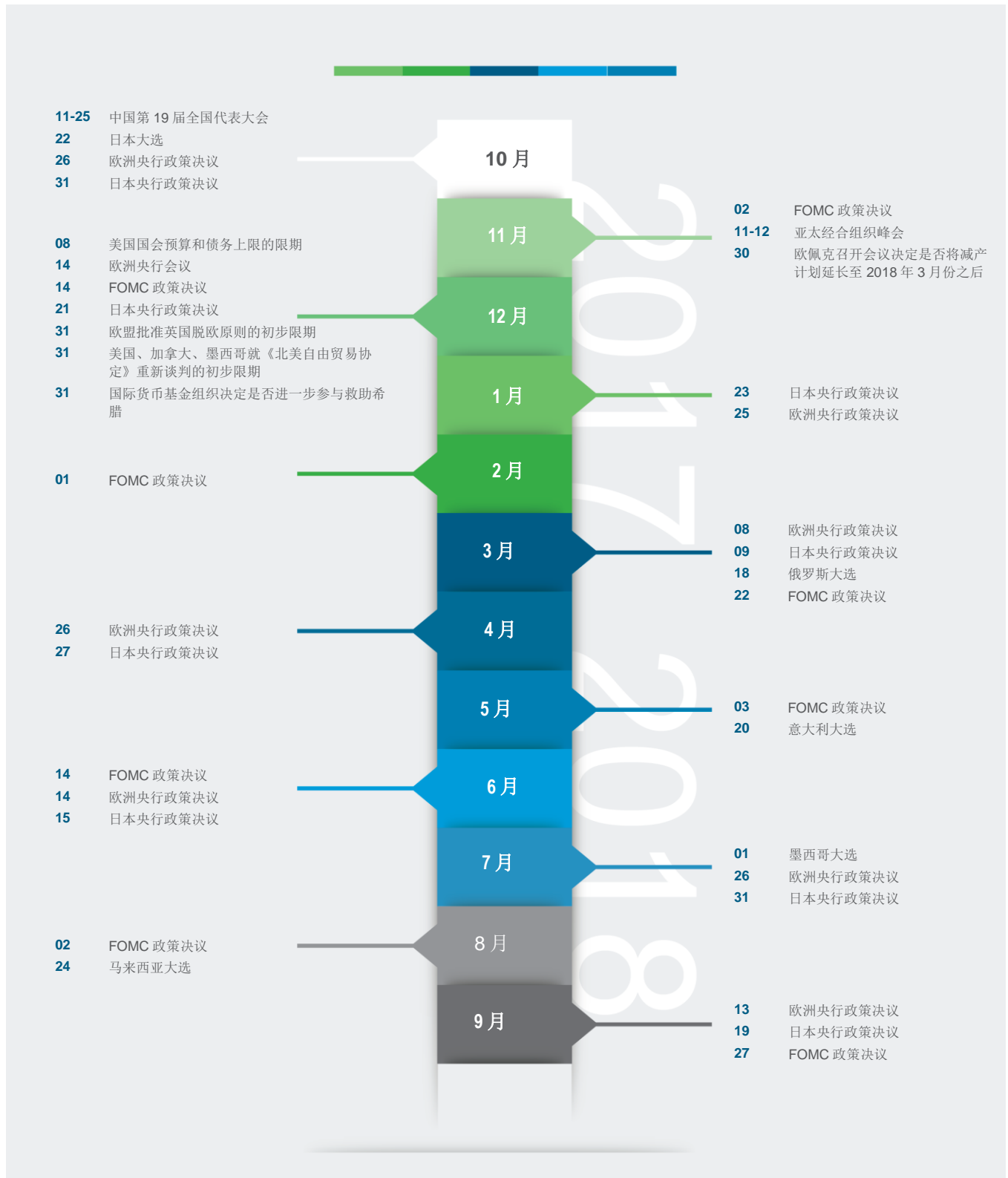
	年初至今	1 个月
综合（所有策略）	4.7% ↑	0.5% ↑
相对价值	2.9% ↑	0.2% ↑
事件驱动	6.2% ↑	-0.3% ↓
股票多空仓	7.6% ↑	1.2% ↑
宏观 CTAs	1.0% ↑	1.0% ↑

资料来源：明晟、摩根大通、巴克莱、花旗集团、道琼斯、HFRX、富时、彭博、渣打

\*除另有说明外，所有表现均以美元计

\*年初至今表现的数据从 2016 年 12 月 31 日至 2017 年 10 月 26 日，1 个月表现的数据从 2017 年 9 月 26 日至 2017 年 10 月 26 日

# 事件日历



图例： X - 日期待定 | ECB - 欧洲央行 | FOMC - 联邦公开市场委员会 | BoJ - 日本中央银行

# 团队



我们以经验和专长助您掌握市况，并以切实可行的见解助您达成投资目标。

## Alexis Calla\*

投资顾问及策略部全球主管、  
全球投资委员会主席

## Steve Brice\*

首席投资策略师

## Aditya Monappa\*, CFA

资产配置及投资组合方案部主管

## Clive McDonnell\*

股票投资策略部主管

## Audrey Goh, CFA

资产配置及投资组合方案部董事

## Manpreet Gill\*

债券、货币及商品投资策略部主管

## Rajat Bhattacharya

投资策略师

## Arun Kelshiker\*, CFA

资产配置及投资组合方案部执行董事

## Tariq Ali, CFA

投资策略师

## Abhilash Narayan

投资策略师

## Trang Nguyen

资产配置及投资组合方案部分析师

## Jeff Chen

资产配置及投资组合方案部  
分析师

## DJ Cheong

投资策略师

## Jill Yip, CFA

投资策略师

\* 全球投资委员会核心投票委员

# 披露附录

**本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。**

本文件并非研究材料，内容没有按旨在促进投资研究的独立性的法律要求拟备，且不受投资研究发布前禁止交易的约束。本文件并不必然代表渣打银行的任何部门，特别是环球研究部门的观点。

渣打银行根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰以有限责任公司形式注册成立，主要办事处位于英格兰，地址为 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局规管。

渣打银行各分行、附属公司及联属公司（统称“渣打银行”）可根据当地监管要求在全球开展各种银行业务。就渣打银行实体所处的司法管辖区而言，本文件由该当地渣打银行实体在该司法管辖区分发，并归属该当地渣打银行实体。任何司法管辖区的收件人均应就本文件所引发或与本文件有关的任何事宜，联络当地渣打银行实体，并非全部产品及服务均由所有渣打银行实体提供。

本文件仅供一般参考，并不构成针对任何证券或其他金融工具订立任何交易或采纳任何对冲、交易或投资策略的要约、推荐或招揽行为。本文件只作一般评估，并未考虑任何特定人士或特定类别人士的具体投资目标、财务状况或特定需求等，亦非专为任何特定人士或特定类别人士拟备。

投资涉及风险。投资产品的价格波动不定，有时波动幅度非常大。投资产品的价格可能会上升及下跌，甚至毫无价值。买卖投资产品未必一定能获取利润，反而可能导致损失。您不应依赖本文件的任何内容作出任何投资决定。进行任何投资之前，您应仔细阅读相关发行文件并征询独立法律、税务及监管意见。特别需要指出的是，在您承诺购买投资产品之前，我们建议您针对投资产品的适合性征询意见，综合考虑您特定的投资目标、财务状况或具体需求。

意见、预测和估计仅为渣打银行发表本文件时的意见、预测和估计，渣打银行可修改而毋须另行通知。过往表现并非未来绩效的指标，渣打银行并无对未来表现作出任何陈述或保证。本文件对利率、汇率或价格的未来可能变动或者未来可能发生的事件的任何预测仅为参考意见，并不代表利率、汇率或价格的未来实际变动或未来实际发生的事件（视属何情况而定）的指标。本文件没有且不会在任何司法管辖区注册为发售章程，且未经任何监管当局根据任何法规获认可。

渣打银行不会对本文件的准确性，或其所载有或提述的任何数据的完整性作出任何形式的明示、暗示或法定的陈述或保证。本文件的分发是基于以下明确理解：虽然本文件所载数据相信是可靠的，惟未经我们独立核实。渣打银行概不负责，亦不会承担阁下因使用本文件而直接或间接产生的任何损失或损害（包括特殊、附带或相应的损失或损害），包括但不限于（不论如何产生的）因本文件、其内容或相关服务的任何缺陷、错误、瑕疵、失误、过失或不准确，或因不能获得本文件或其任何部分或任何内容或相关服务所产生的任何损失、损害或支出。

渣打银行及 / 或关联公司可于任何时间，在适用法律及 / 或法规允许的范围内，买卖本文件所提述的任何证券、货币或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益，或可能是该等投资的唯一庄家，或向该等投资的发行人提供或已提供意见、投资银行或其他服务。因此，渣打银行、其联属公司及 / 或附属公司可能有利益冲突，从而可能影响本文件的客观性。在未经渣打银行明确的书面同意前，本文件不得复制、转发或以其他方式提供予任何其他人士，除非经所在司法辖区当地法律、法规的许可，否则本文件不得分发至任何其他司法辖区。渣打银行或其任何董事、员工或代理人不就第三方与此有关的行为承担任何责任。

版权：2017 年渣打银行。本文件包含的所有材料、文本、文章和数据的版权均为渣打银行的财产，经渣打银行的获授权签署人允许后方可复制。渣打银行特此认可，第三方创设的资料及版权及有关方面的版权下的权利。其他不属于第三方的所有其他材料的版权及汇编这些材料的版权归属并时刻属于渣打银行。有关材料不得复制或使用，但代表渣打银行用作业务用途或事先取得渣打银行的获授权签署人明确的书面同意则除外。版权所有。© 2017 年渣打银行。

渣打私人银行乃渣打银行辖下私人银行部门。渣打银行各法律实体及附属公司可根据当地监管要求在全球开展各种私人银行业务。并非全部产品及服务都由所有渣打银行分行、附属公司及附属公司提供。渣打银行部分实体及附属公司仅可担任渣打私人银行的代表，不可提供产品和服务或向客户给予意见。它们只是联络点。

本文件由渣打银行（中国）有限公司在中国分发，并归属该单位。该公司主要受中国银行业监督管理委员会、国家外汇管理局和中国人民银行规管。

## 市场滥用法规声明

渣打银行根据《1853年皇家特许令》（参考编号ZC18）在英格兰以有限责任公司形式注册成立，公司的主要办事处位于英格兰，地址为1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获英国审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局规管。渣打银行各分行、附属公司及附属公司（统称“渣打银行”）可根据当地监管要求在全球开展银行业务。意见可能包含直接“买入”、“卖出”、“持有”或其他意见。上述意见的有效期间取决于当前市况，而且没有限定更新意见的次数。

本意见并非独立于渣打银行本身的交易策略或部署。渣打银行及 / 或其附属公司或其各自人员、董事、员工福利计划或员工，包括参与筹备或发行本文件的人士，可于任何时候，在适用法律及 / 或法规许可的范围内，买卖本文件提述的任何证券或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益。因此，渣打银行可能且阁下应假设渣打银行在本文件所提述的一项或多项金融工具中有重大利益。若本通讯提及任何特定公司，请注意渣打银行可不时与本通讯报导的公司从事业务往来或寻求从事业务往来；对该等公司持有股份或在经济上受该等公司的影响；且 / 或投资于由该等公司发行的金融产品。另外，渣打银行可能涉及各项活动，如为本通讯提述的任何产品进行交易、持有、担任庄家或流通量提供者，或提供金融或顾问服务，包括但不限于提供牵头经办人或联席牵头经办人服务。渣打银行可能已因上述服务和活动收取补偿，因此渣打银行可能会有影响本通讯的客观性的利益冲突。

渣打银行已制订政策和程序、逻辑访问控制和实体信息墙，说明确保包括重大非公开或内部数据在内的机密信息不会被披露，除非有关披露符合其政策、程序及监管机构的规则。

请参阅 <https://www.sc.com/en/banking-services/market-disclaimer.html>，以了解更详细的披露，包括过去12个月的观点、利益冲突及免责声明。未经渣打银行明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

**本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。**